

Digital Workforce

Seurannan aloitus

14.5.2022 10:50



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

✓ Inderes Yhtiöasiakas

inde
res.

Robottiikan ja automaation alustapalveluyhtiö

Aloitamme Digital Workforcen seurannan lisää-suosituksella ja 4,5 euron tavoitehinnalla. Digital Workforce automatisoi asiakkaiden tietotyön prosesseja hyödyntäen ohjelmistorobotiikkaa. Yhtiön palvelutarjoama kattaa automaation koko elinkaaren ja kilpailuetu perustuu omaan jatkuvaluonteiseen sekä skaalautuvaan alustaan. Yhtiön tarjoamalla on hyvät näytöt vahvasta kasvusta Pohjoismaissa. Seuraavaksi yhtiö panostaa listautumisessa kerättyjä varoja valittuihin kasvumarkkinoihin. Odotamme kasvun olevan hyvää ja investointien pitävän kannattavuuden negatiivisena lähivuodet. Osakkeen arvostus on näkemyksemme mukaan houkutteleva useasta näkökulmasta katsottuna (EV/S 1,1x, SOTP 4,6 ja DCF 6,2).

Digital Workforce on ohjelmistorobotiikka hyödyntävän automaation pioneeri

Digital Workforce toimii suuressa IT-palvelumarkkinassa, ohjelmistorobotiikka- ja automaatiovertikaalissa, jossa kilpailu on yleistä IT-palvelusektoria pienempi. Yhtiö automatisoi asiakkaiden tietotyön manuaalisia prosesseja soveltaen ohjelmistorobotiikkaa, tekoälyä sekä muita älykkään automaation teknologioita esimerkiksi pankkien taloushallinnossa. Asiakkaan liiketoimintaprosessien automatisoinnin hyödyt ovat 1) digitalisaation nopeutuminen, 2) kohonnut tuottavuus, 3) parantunut asiakaskokemus, 4) nopeus sekä 5) virheettömyys toimituksissa. Yhtiön palvelutarjoama kattaa koko elinkaaren ja sisältää konsultoinnin, kehityksen, käyttöönoton sekä ylläpidon omalla alustalla. Liikevaihdosta 48 % oli asiantuntijapalveluita ja 52 % jatkuvaveloitteisia palveluita vuonna 2021, mikä kuvastaa myös eroa palveluvetoiisiin IT-palveluyhtiöihin.

Kilpailuetua omasta alustasta, mikä luo liiketoimintaan jatkuvuutta ja skaalautuvuutta

Digital Workforce on rakentanut kilpailuetua oman alustan kautta, joka yhdistää robotiikkateknologioita, pilvipalvelun ja jatkuvan kehittämisen. Liiketoimintamallin tarkoituksena on kasvattaa jatkuvaveloitteisten palveluiden absoluuttista ja suhteellista osuutta, mikä on hyvin skaalautuvaa liikevaihtoa. Yhtiö panostaa strategiakaudella kerättyjä varoja myyntiin suurilla USA:n ja Iso-Britannian markkinoilla, oman alustan kehittämiseen ja skaalautuvuuden parantamiseen. Keskeisimmät riskit liittyvät uusien kasvumarkkinoiden haltuunottamiseen ja mahdollisiin yritysjärjestelyihin.

Strategialla haetaan kasvua Isosta-Britanniasta ja erityisesti USA:sta

Digital Workforce tavoittelee 100 MEUR:n liikevaihtoa vuonna 2026, mikä tarkoittaa 35 %:n vuotuista kasvua. Yhtiön tavoite on selvästi positiivinen oikaistu käyttökate-% vuoden 2026 loppuun mennessä. Ennustamme varovaisesti yhtiön kasvavan 10 % vuonna 2022 ja 18-20 % strategiakaudella jatkuvaveloitteisen skaalautuvan liikevaihdon vetämänä, mikä kuvastaa edellisen kahden vuoden kasvuvauhtia. Lisäksi odotamme investointien pitävän kannattavuuden selvästi negatiivisena lähivuosina ja nousevan +8 %:iin vuonna 2026 parempikatteisen jatkuvaveloitteisen kasvun myötä. Lisäksi pidämme yritysostoja mahdollisena.

Sijoitusprofiililta kasvuyhtiö hyvin mielenkiintoisella potentiaalilla

Digital Workforcen sijoitustarina on hyvinkin houkutteleva ja yhtiöllä on historiassaan vahvat näytöt kasvusta Pohjoismaissa. Onnistuessaan strategisilla kasvumarkkinoillaan on kasvun kulmakerroin todennäköisesti selvästi ennusteitamme jyrkempi ja yhtiön sijoitusprofiili muuttuu entistä houkuttelevammaksi. Tuloksen ollessa negatiivinen vielä useita vuosia, tukeudumme kasvuyhtiöiden tapaan EV/S-kertoimeen. Tarkastelemme arvostusta arvostuskertoimien, osien summan, eri skenaarioiden ja kassavirtalaskelman kautta. Kaikki käyttämämme arvostusmenetelmät indikoivat osakkeen olevan houkuttelevasti arvostettu.

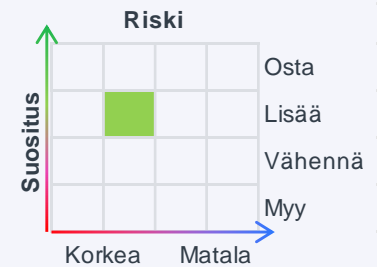
Suositus

Lisää

4,50 EUR

Osakekurssi:

3,85



Avainluvut

	2021	2022e	2023e	2024e
Liikevaihto	22,4	24,5	28,9	34,6
kasvu-%	17 %	10 %	18 %	20 %
EBIT oik.	-0,8	-3,1	-4,0	-1,7
EBIT-% oik.	-3,8 %	-12,8 %	-13,8 %	-4,8 %
Nettotulos	-3,6	-3,3	-4,0	-1,6
EPS (oik.)	-0,25	-0,30	-0,36	-0,14
P/E (oik.)	neg.	neg.	neg.	neg.
P/B	4,0	2,9	3,9	4,6
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
EV/EBIT (oik.)	neg.	neg.	neg.	neg.
EV/EBITDA	neg.	neg.	neg.	neg.
EV/Liikevaihto	2,4	1,1	1,1	0,9

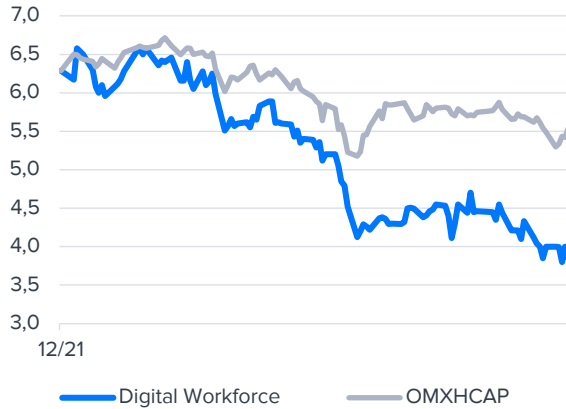
Lähde: Inderes

Ohjeistus

(Ennallaan)

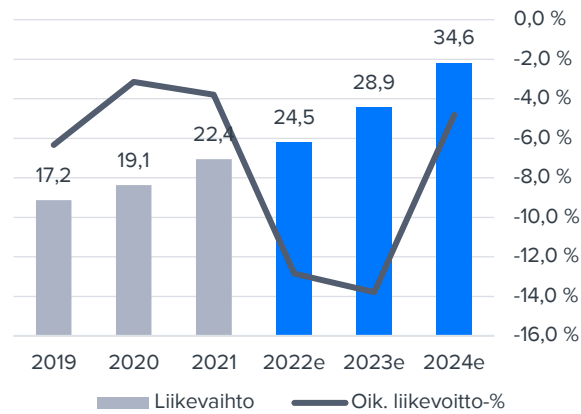
Ei ohjeistusta.

Osakekurssi



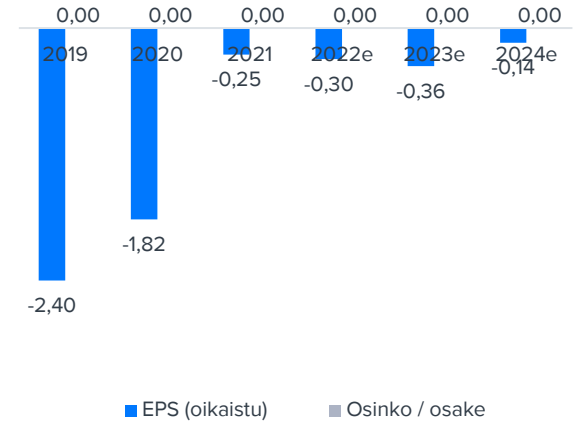
Lähde: Thomson Reuters

Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes



Arvoajurit

- Uusissa markkinoissa onnistuminen (USA ja UK) ja kasvun kiihtyminen
- Itsepalvelualustan kaupallistaminen avaa selkeätä uutta markkinapotentiaalia ja mahdollistaa kasvun kiihdyttämisen
- Parempikatteisen jatkuvaveloitteisten palveluiden liikevaihdon osuuden kasvu ajaa tuloskasvua ja tekee sijoitusprofiilista entistä houkuttelevamman
- Skaalautuvuuden parantaminen
- Yritysostot



Riskitekijät

- Kasvustrategian onnistuminen, erityisesti Yhdysvalloissa
- Alustan itsepalveluominaisuuden rakentaminen
- Investointien tuottavuus
- Suurten RPA-tekniikoiden kehitys ja laajentuminen ylläpitoon
- Markkina- ja teknologiamuutoksiin reagointi
- Työntekijäimagon kehitys ja rekrytoinneissa onnistuminen
- Palkkainflaatio ja vaihtuvuuden hallinta
- Yritysostot

Arvostustaso	2022e	2023e	2024e
Osakekurssi	3,85	3,85	3,85
Osakemäärä, milj. kpl	11,1	11,1	11,1
Markkina-arvo	43	43	43
Yritysarvo (EV)	28	31	33
P/E (oik.)	neg.	neg.	neg.
P/E	neg.	neg.	neg.
P/Kassavirta	neg.	neg.	neg.
P/B	2,9	3,9	4,6
P/S	1,7	1,5	1,2
EV/Liikevaihto	1,1	1,1	0,9
EV/EBITDA (oik.)	neg.	neg.	neg.
EV/EBIT (oik.)	neg.	neg.	neg.
Osinko/tulos (%)	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %

Lähde: Inderes

Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	<u>s. 6-11</u>
Ohjelmistorobotiikkamarkkina ja kilpailukenttä	<u>s. 12-16</u>
Strategia	<u>s. 17-19</u>
Taloudellinen tilanne	<u>s. 20-21</u>
Ennusteet	<u>s. 22-25</u>
Arvonmääritys ja suositus	<u>s. 26-33</u>
IT-palvelumarkkina ja kilpailukenttä	<u>s. 34-45</u>
Vastuuvapauslauseke	<u>s. 45</u>

Digital Workforce lyhyesti

Digital Workforce on liiketoiminnan automaatioalustayhtiö, joka hyödyntää voimakkaasti robotiikkaa. Yhtiön ratkaisut luovat automaation hyödyt laajalle asiakaskunnalle eri toimialoilla ja kansainvälisesti.

2015

Perustamisvuosi

2021

Listautuminen

22,4 MEUR (+17 % vs. 2020)

Liikevaihto 2021

52 % osuus & 29 % kasvu

Strategisten jatkuvaveloitteisten palveluiden osuus ja kasvu vuonna 2021

-1,2 MEUR (-5,5 % lv:sta)

Liikevoitto 2021

191 (200)

Henkilöstö 2021 keskimäärin

Toimistot 8 maassa

Suomi, Puola, Ruotsi, Norja, Tanska, Saksa, Iso-Britannia ja USA

2015-2019

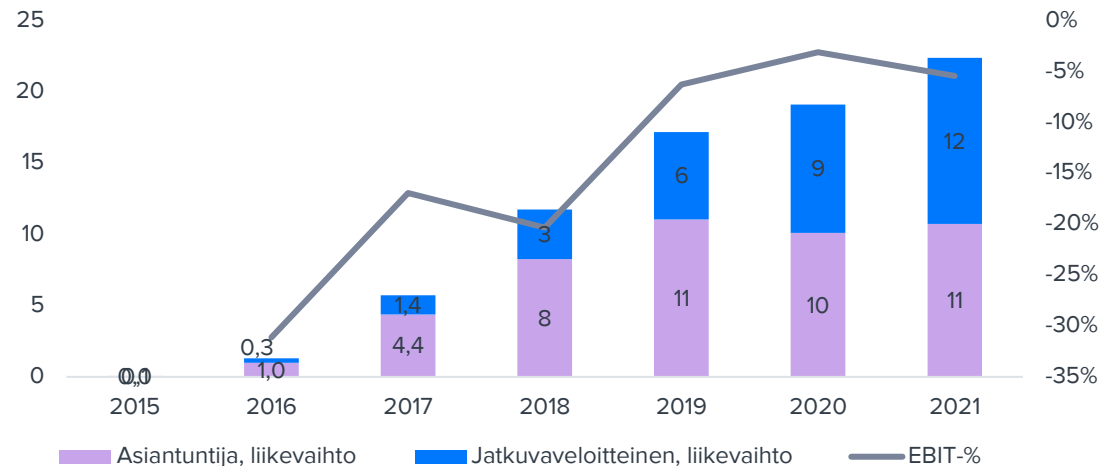
- Perustettu 2015
- Ruotsin toiminnot aloitettiin 2016
- Ulkopuoliset sijoittajat tulevat mukaan rahoittamaan kasvua vuonna 2016
- Puolan, Norjan ja Tanskan toiminnot vuonna 2017
- USAn, Ison-Britannian ja Saksan toiminnot aloitettiin vuonna 2019
- Kasvu on voimakasta ja panostukset pitävät kannattavuuden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

2020-2021

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

2022-

- Strategiapäivitys ja itsepalvelualustan kehitys ja kaupallistaminen
- Panostuksia Yhdysvaltoihin ja Isoon-Britanniaan
- Fokuksessa liikevaihdon kasvu ja erityisesti jatkuvaveloitteisten palveluiden kasvu
- Kannattavuus edelleen negatiivinen lähivuosina johtuen investoinneista



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 1/4

Robottiikka hyödyntävän automaation pioneeri

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

Yhtiö listautui vuonna 2021 ja keräsi samalla varoja kasvupanostusten kiihdyttämiseen. Yhtiö investoi tällä hetkellä oman automaatioalustan kehittämiseen ja kasvun kiihdyttämiseen ja erityisesti Yhdysvaltojen keskisuurten yritysten markkinassa, jossa potentiaaliset asiakasmäärät ovat kymmenkertaiset isojen yritysten kohderyhmään verrattuna.

Toimipisteet yhtiöllä on 8 maassa ja vuoden lopussa yhtiöllä oli 191 työntekijää. Suurimmat toimipisteet henkilöstöllä mitattuna ovat Puolassa ja Suomessa.

Liikevaihto hyvin jatkuvaluonteista

Digital Workforcen liikevaihdon rakenne muodostuu asiantuntijapalveluista ja jatkuvaluonteisista palveluista. Asiantuntijapalvelut ovat fyysisen työntekijän tuntipohjaista veloitusta. Jatkuvaluonteiset palvelut ovat taas pääosin yhtiön oman automaatioalustan volyyymi- tai minuuttipohjaista laskutusta ja pieni osa fyysisen työntekijän automaation optimointia ja valvontaan perustuvaa laskutusta. Yhtiön tavoitteena on edelleen kasvattaa jatkuvaveloitteisten palveluiden osuutta, joka oli 52 % liikevaihdesta vuonna 2021 (2020: 47 %). Näin rakennetta voidaan kuvata hyvin jatkuvaluonteiseksi, mikä parantaa ennustettavuutta sijoittajien kannalta.

Maantieteellisesti Suomen osuus liikevaihdesta on

selvästi suurin ja oli 51 % liikevaihdesta vuonna 2021. Toiseksi suurin markkina liikevaihdon mitattuna on Ruotsi (21 %). Puolan toiminnot ovat pääosin toimituskapasiteettia (near-shore) muihin maihin.

Matala asiakas- ja toimialariippuvuus

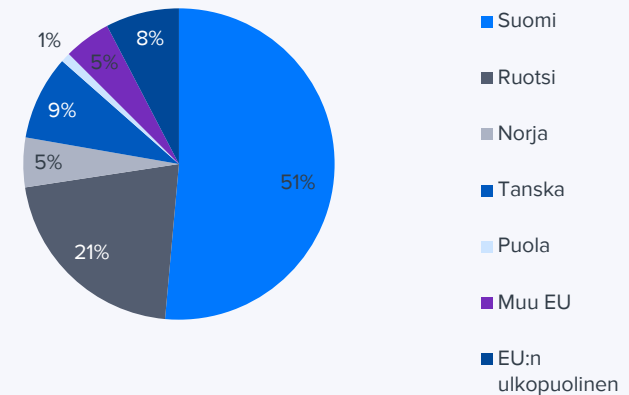
Automaatoratkaisujen ja Digital Workforcen potentiaalisimmat asiakkaat ovat suuret ja keskiuuret organisaatiot tietotyövaltaisilla toimialoilla, kuten esimerkiksi pankki ja vakuutus sekä terveydenhuolto. Pohjoismaissa yhtiö tavoittelee 100 suurinta yhtiötä jokaisesta maasta, 20 suurinta kuntaa, terveydenhuoltoa ja valtionhallintoa. Yhdysvalloissa ja Isossa-Britanniassa yhtiö keskittyy keskisuurten yritysten segmenttiin eri toimialoilla. Nykyisissä asiakkaissa yhtiöllä on kuitenkin paljon näiden kriteerien ulkopuolisia toimijoita. Uuden loppuvuodesta 2022 lanseerattavan itsepalvelualueen myötä yhtiön potentiaalinen markkina kasvaa, kun tuote soveltuu paremmin myös keskisuurille ja pienille asiakkaille.

Terveydenhuollon (13 % liikevaihdesta) lisäksi yhtiön liiketoiminta koostuu nykyään muun muassa pankki- ja vakuutusalan (29 %), teollisuuden (19 %) ja julkisen sektorin asiakkaista (17 %). Näin yhtiön perustamisesta pankki- ja vakuutusala on noussut suurimmaksi osa-alueeksi. Kokonaisuutena voidaan kuitenkin sanoa toimialajakauman olevan hajautunut, mikä laskee toimialariippuvuutta sijoittajien kannalta.

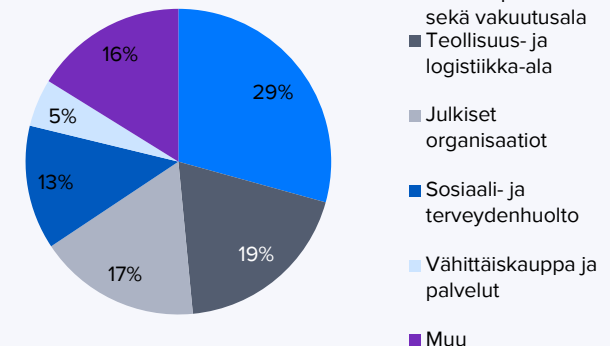
Digital Workforcen asiakasriippuvuus on myös suhteellisen pieni, sillä 20 suurinta asiakasta vastasivat 58 % liikevaihdesta vuonna 2020. Ymmärryksemme mukaan asiakasjakauma oli vastaavalla tasolla myös vuonna 2021. Tämä erottaa yhtiön myös puhtaista IT-palveluyhtiöistä, joilla asiakasportfolio selvästi keskittyyneempi. Keskimääräinen asiakas on reilu 100k euroa/vuosi.

Liikevaihdon rakenne

Liikevaihto maantieteellisesti



Liikevaihto toimialoittain



Lähde: Digital Workforce / Inderes

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 2/4

Asiakastyytyväisyys on myös ollut korkea ~4,2 asteikolla 0-5 vuosina 2019-2021. Asiakkaat ovat erityisesti antaneet positiivista palautetta yhtiön ohjelmistorobotiikan asiantuntemuksesta, joustavasta asiakaspalvelusta ja palveluiden korkeasta laadusta.

Liiketoimintamallin tarkoitus kasvattaa skaalautuvia jatkuvaveloitteisia palveluita

Liiketoimintamalli jakautuu asiantuntijapalveluihin ja jatkuvaveloitteisiin palveluihin. Yhtiön tyypillinen asiakassuhde alkaa asiantuntija-palveluiden neuvonanto- ja toteutuspalveluilla ja jatkuu alustapalveluilla sekä automaatioiden ylläpitopalveluilla. Liiketoimintamallin tarkoitus on kasvattaa korkeakatteisemman jatkuvaveloitteisten palveluiden absoluuttista ja suhteellista osuutta liikevaihdosta. Näin neuvonanto- ja asiantuntija-palveluiden kasvu ja onnistuminen ovat kriittisiä jatkuvaveloitteisen palveluiden kasvun kannalta.

Asiantuntijapalvelut sisältävät advisory-palvelut (konsultointi) ja automaation toteutus- sekä käyttöönottopalvelut. Asiantuntijapalveluista laskutetaan tuntiveloituksella ja näin laskutusasteet ovat kriittisiä kannattavuuden osalta. Arviomme mukaan ”normaali” kannattavuus heijastelee selvästi positiivista, mutta alle IT-palvelusektorin tyypillistä kannattavuutta (<10 % EBITA). Maantieteellisesti Advisory-palvelut tehdään hyvin paikallisesti ja toteutushankkeet tehdään sitten suurelta osin Puolasta, joka tuo matalan kulutason myötä hintakilpailukykyä. Yhdysvaltojen voimakkaan kasvun realisoituessa yhtiö tavoittelee kuitenkin vastaavaa matalan kustannustason toimitusyksikköä samoilta aikavyöhykkeiltä. Yleisesti asiantuntijapalveluiden kartoitus, rakentaminen ja toteutus kestää muutamasta päivästä muutamaa viikkoon, jonka jälkeen se siirtyy ylläpitovaiheeseen.

Jatkuvaveloitteiset palvelut sisältävät pääosin yhtiön pilvipohjaisen automaatioalustan palveluita, mutta osin myös fyysistä työtä. Automaatioalustan palvelut ovat hyvin skaalautuvia. Hinnoittelumalleja on kaksi; 1) kuukausi- eli resurssipohjainen ja 2) minuuttipohjainen veloitus. Jatkuvaveloitteisten palveluiden tulisi arviomme mukaan pystyä yli 20 %:n EBITA-%:iin, mutta olevan alle omat IPR:t omistavien SaaS-yhtiöiden kannattavuustasojen. Jatkuvaveloitteiset palvelut ovat tällä hetkellä myös keskitetty pääosin Puolaan, joka henkilökustannusten ja automaation matalan kulutason myötä tuo hintakilpailuetua. Ymmärryksemme mukaan jatkuvaveloitteisten palveluiden asiakasvaihtuvuus on hyvin pieni. Digital Workforcen kilpailuetu perustuu jatkuvaveloitteisiin palveluihin ja omaan pilvipohjaiseen automaatioalustaan, josta syvemmin seuraavalla sivulla.

Organisaatorakenne

Organisaatorakenne on matala. Maayhtiöillä on autonomiset asemat ja myynti- sekä tulosvastuut. Maat ovat yhtä kuin markkina-alueet. Konsernifunktiot ovat sitten talous, HR ja markkinointi. Organisaatiomallin myötä yhtiö pystyy näkemyksemme mukaan suhteellisen helposti avaamaan uusia markkinoita, koska käytännössä tähän tarvitaan pelkästään myyjiä.

Myyntiorganisaatio sisältää noin kolmekymmentä työntekijää. Lisäksi yhtiö käyttää myös kumppaneita, mutta markkina ja toimialakohtaisesti. Kumppanimalli toimii erityisesti sellaisissa segmenteissä, joissa myyntisyklit olisivat pitkät ja tarvitaan paikallinen toimialaosaaminen. Iso-Britanniassa yhtiö tekee esimerkiksi paljon töitä kumppaneiden myötä terveydenhuollon piirissä. Yleisesti myyntiaika vaihtelee paljon riippuen asiakkaasta ja on keskimäärin keskimäärin 3-6 kuukautta.

LIIKETOIMINTAMALLI



Asiantuntijapalvelut



Advisory-palvelut



IA Value Discovery



Capability Build



DWF ROM Accelerator



DWF Academy



Automaatioiden toteutuspalvelut



Implementation Projects



IA Talent Augmentation



Jatkuvaveloitteiset palvelut



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



Run Management



Selfservice addition in production



Roboshore



DWF Roboshore

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 3/4

Oma pilvipohjainen moniteknologia automaatioalusta

Digital Workforcen kilpailuetu perustuu vahvasti yhtiön oman robotiikkaa ja tekoälyä hyödyntävän automaatioalustan ympärille. Alusta on pilvipohjainen, joka mahdollistaa alustan joustavamman kehityksen ja päivittämisen. Pilvitekniologiana yhtiö käyttää Microsoft Azurea. Yhtiö ei ole teknologiavalinnoissaan sitoutunut yhteen vaan on valmis soveltamaan parasta vaihtoehtoa, mikä laskee teknologiaan liittyvää riskiä.

Teknologia-alustan pohja muodostuu ”digityöntekijöistä”. Digityöntekijät ovat ohjelmistorobotiikkaan, tekoälyyn ja pilvipalveluihin perustuvia ohjelmistorobotteja, jotka hoitavat liiketoimintaprosesseja yhdessä ihmiskollegoiden kanssa. Digityöntekijät tuo automaatiokyvykkyyden ja ne ovat asiakkaan hyötyjen lähde. Digityöntekijöille mallinnetaan tietotyön työnkuluja. Tavoitteena on, että digityöntekijä oppii tekemään samoja asioita kuin ihminen, mutta nopeammin ja kulutehokkaammin. Alusta hyödyntää useita teknologioita, mikä parantaa sovellettavuutta ja laskee teknologiaan liittyvää riskiä. Keskeisimmät robotiikkateknologiat ovat UiPath ja Blueprism. Orkesterointiin yhtiö on kumppanoitunut Flowable AG:n kanssa. Lisäksi yhtiö soveltaa omia teknologioita, esimerkiksi dokumenttikäsittelyssä.

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

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

Loppuvuodesta lanseerattavan itsepalveluominaisuuden myötä automaatioalustan potentiaalinen asiakaskunta laajenee huomattavasti ja vaati Digital Workforcelta selvästi vähemmän myynti- ja käyttöönottoresursseja. Itsepalvelu-uudistus ratkoo samalla myyntiin ja käyttöönottoon liittyvää osaajapulaa sekä parantaa skaalautuvuutta.

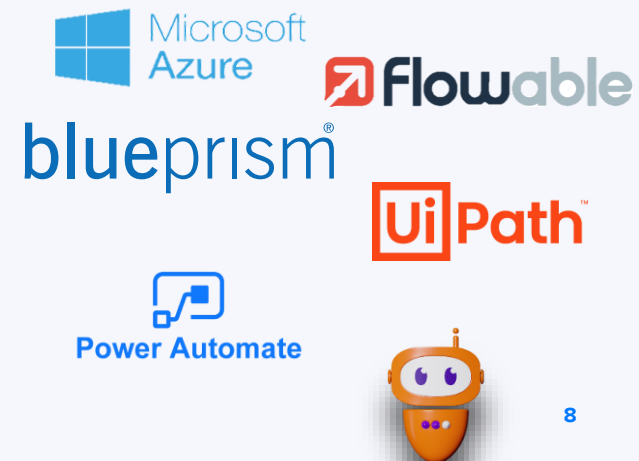
Digital Workforcen kilpailuetu perustuu vahvasti omaan joustavaan alustaan ja koko elinkaaritarjoamaan. Yhtiö on ollut omassa kentässään pioneeri ja kehittänyt alustaa 6 vuotta, mikä kuvastaa etumatkaa markkinalle pyrkiviin. Lisäksi harvat kilpailijat samassa kokoluokassa pystyvät tarjoamaan koko elinkaarta, varsinkaan samalla kokemuksella. Kolmas erottava tekijä kilpailijoihin verrattuna on lisenssien hallinta. Yhtiö ostaa itse pilvi- ja robotiikkalisenssit itselleen ja tarjoaa niitä asiakkaalle palveluna. Näin yhtiö pystyy optimoimaan lisenssejä ja saamaan määrääalennusta.

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

Oman alustan hyödyt

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

Teknologiat



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 4/4

Oman alustan riskit liittyvät teknologialisenssien hintoihin ja uuteen kilpailuun. Yhtiö pystyy kuitenkin arviomme mukaan siirtämään lisenssimaksuja asiakkaille suhteellisen hyvin ja kilpailuetua yhtiölle tuo alustan kehityksen etumatka (6 vuotta kehitystä).

Kulut ja skaalautumisen potentiaali muodostuu pääasiassa henkilöstöstä

Digital Workforcen liiketoimintamalli on kulujen ja skaalautuvuuden mielessä hybridi asiantuntijapalveluiden ja ohjelmistoliiketoiminnan välillä. Asiantuntijapalvelut ovat hyvin henkilöstöintensiivisiä ja eivätkä ne juuri skaalaudu. Asiantuntijapalveluiden kannattavuus on hyvin riippuvainen laskutusasteista. Jatkuvaveloitteiset palvelut perustuvat suurelta osin omaan alustaan ja pienin osin henkilöstötyöhön. Näin jatkuvaveloitteiset palvelut skaalautuvat hyvin. Käytännössä jatkuvaveloitteisten palveluiden liikevaihdon ja asiakasmäärän kasvaessa tietyllä tasolle useimpien kuluerien yksikkökustannukset alkavat laskea suhteessa liikevaihtoon. Tällä hetkellä yhtiö on kuitenkin vahvasti investointivaiheessa ja skaalautuvuus ei vielä lähivuosina tule selvästi läpi luvuissa. Kypsässä vaiheessa strategiakauden jälkeen yhtiön >20 %:n EBITDA-% tavoite on näkemyksemme mukaan realistinen, mutta vaatii vielä näyttöjä.

Digital Workforcen kuluista merkittävä osa muodostuu henkilöstökuluista (2021: 57 % kustannuksista) ja osin henkilöstöstä riippuvaisista liiketoiminnan muista kuluista (15 %). Liiketoiminnan muut kulut sisältävät mm. toimitila-, hallinto- ja markkinointikulut. Materiaalit ja palvelut muodostivat 27 % kuluerän vuonna 2021. Poistot vastasivat 1 % kuluista ja liittyvät pääosin aktivoituihin kehitysmenoihin. Kulurakenteen

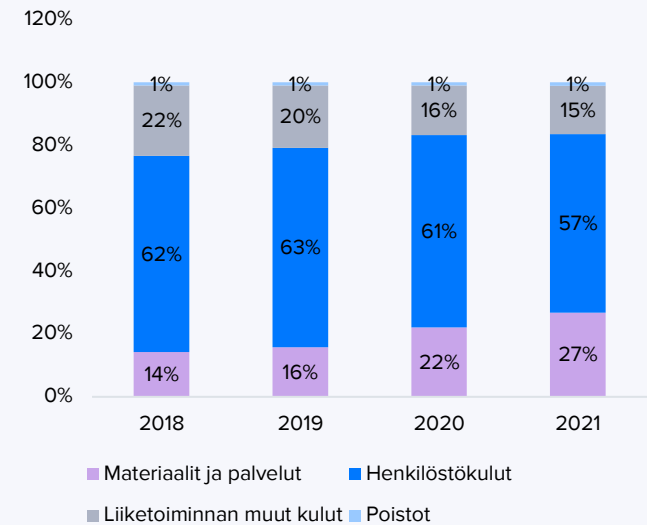
painopiste on muuttunut viime vuosina vahvemmin materiaalien ja palvelujen suuntaan, kun henkilöstökulut ovat suhteellisesti laskeneet. Painopisteen muutosta on ajanut jatkuvaveloitteisten palvelujen liikevaihdon suhteellinen kasvu, jonka polttoaineena toimi materiaali ja palvelut. Strategian mukaisen jatkuvaveloitteisten palveluiden kasvun jatkuessa asiantuntijapalveluita nopeampana, tulee painopisteen muutos edelleen jatkumaan ja näkymään skaalautuvuutena kannattavuudessa.

Kulurakenne eroaa IT-palveluyhtiöistä niin, että materiaalit ja palvelut sisältävät pääosin pilvipalveluihin liittyviä hostaus- ja lisenssimaksuja, kun IT-palveluyhtiössä tämä erä on pääosin alihankintaa. Digital Workforce ei juurikaan käytä alihankintaa.

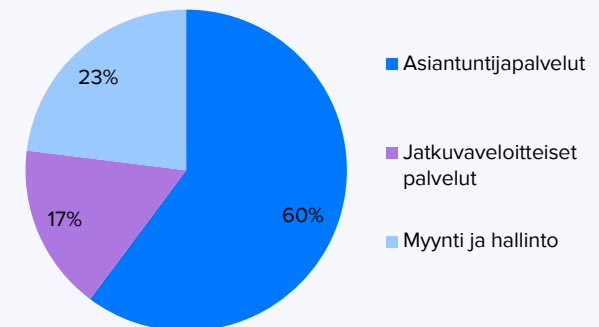
Keskeisimmät investoinnit ja riskit

Keskeisimmät investoinnit liittyvät oman alustan kehitykseen ja USA:n sekä Ison-Britannian myyntipanostuksiin. Yhtiö on kommunikoinut listautumisen yhteydessä hankittujen varojen riittävän nykyisen strategiakauden investointeihin ja tavoitteiden saavuttamiseen. Ennustamme investointien syövän kassaa reilu 7 MEUR lähivuosina, mikä jättää kassaan edelleen reilu 10 MEUR. Keskeisimmät riskit liittyvät oman alustan kilpailukyvyyn säilyttämiseen/parantamiseen, palkkainflaation, osaajien saatavuuteen, skaalautuvuuden realisoitumiseen ja erityisesti kasvupanostusten onnistumiseen. Keskeisin hintariski liittyy palveluntuottajien hintakilpailuun, mitä kuitenkin palvelun lisäarvo ja toimitusvarmuus mitigoivat. Yhtiö ei kannata kiinteähintaista projektiriskiä, sillä työn hinnoittelu on tunti/ minuutti tai volyympipohjaista.

Kulut

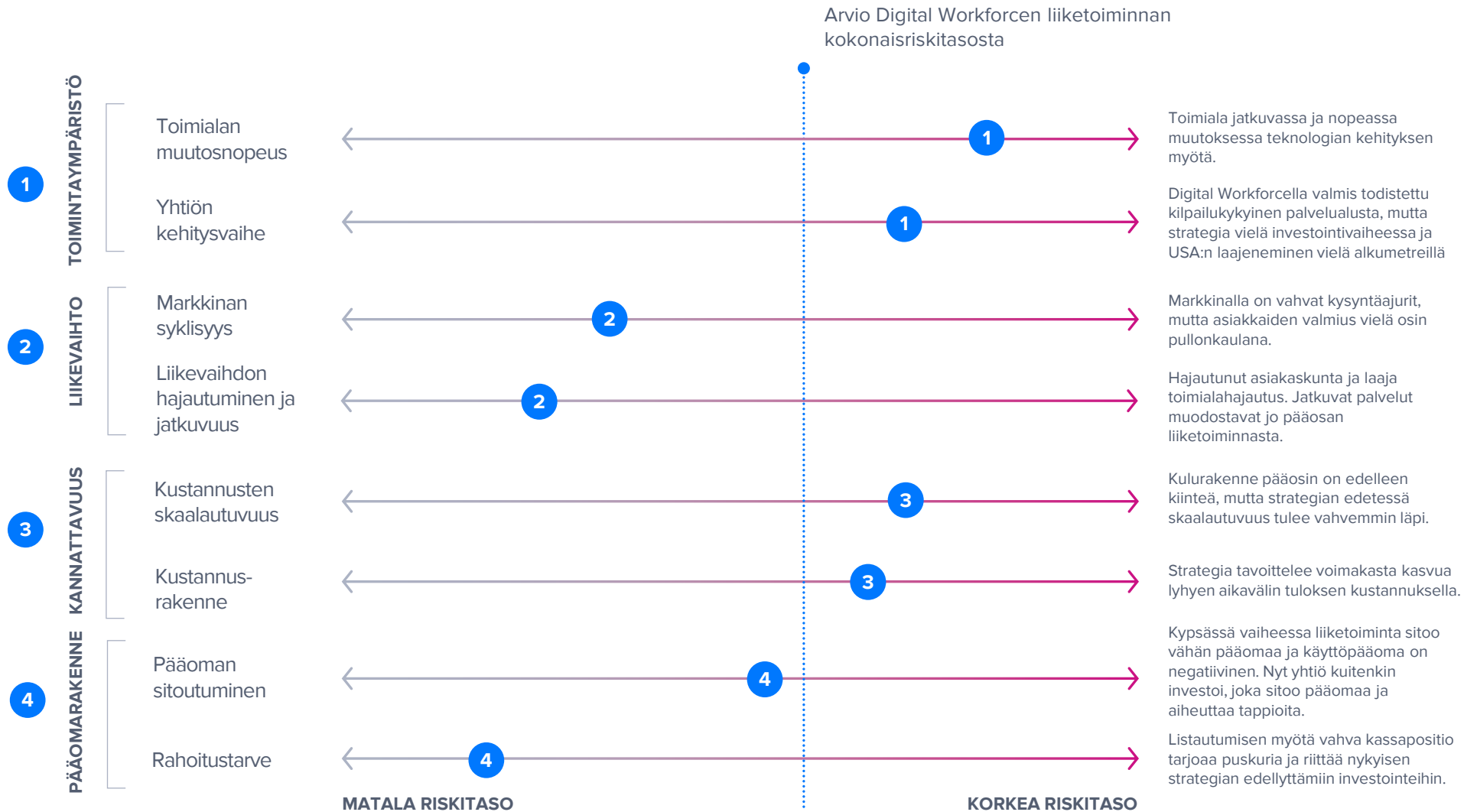


Henkilöstö toiminnoittain



Lähde: Digital Workforce / Inderes. Henkilöstö Q3'21 lopussa

Liiketoimintamallin riskiprofiili



Kumpanit



Teknologiatoimittajat
ja -yhteisöt



Myynti- ja
asiantuntijakumpanit

Toiminnot

* Osuus henkilöstöstä Q3/21

Myynti ja
markkinointi
(23 %*)



Jatkuvaveloitteiset
palvelut
(17 %*)



Asiantuntijapalvelut
(60 %*)



Asiakassegmentit

Suuret yritykset (nyt)



Keskisuuret ja pienet yritykset
(itsepalvelualueen myötä)



Liiketoimintaidea

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



- Liiketoiminnan automaation alustayhtiö, joka hyödyntää voimakkaasti robotiikkaa on yhtiön kilpailuedun keskiössä
 - Monitekнологia
 - Pilvestä
 - Itsepalveluominaisuus kehitteillä
- Yhtiön ratkaisut luovat automaation hyödyt laajalle asiakaskunnalle eri toimialoilla ja kansainvälisesti.
- Tarjonta sisältää jatkuvaveloitteisten palveluiden lisäksi asiantuntijapalveluita

Tavoitteet

- Liikevaihdon tavoite 100 MEUR vuoden 2026 loppuun mennessä.
- Selvästi positiivinen oikaistu käyttökate-% vuoden 2026 loppuun mennessä.

Asiakasreferenssejä

Terveystenhoito



Teollisuus ja logistiikka



Pankki- ja rahoituspalvelut sekä vakuutusala



Vähittäiskauppa ja palvelut



Julkiset organisaatiot



Puolustusvoimat
The Finnish Defence Forces

Kustannusrakenne (2021)



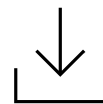
Henkilöstökulut
(57 % kustannuksista)



Materiaalit ja palvelut
(27 %)



Liiketoiminnan muut kulut
(15 %)



Poistot
(1 %)

191 hlö (2021)
24 m€ (2021)

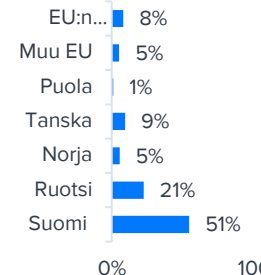
Lähde: Inderes

Tulovirrat (2021)

Jatkuvaveloitteinen, liikevaihto
Asiantuntija, liikevaihto
EBIT-%



Liikevaihto 22,4 MEUR



Ohjelmistorobotiikkamarkkina ja kilpailukenttä 1/3

Ohjelmistorobotiikka on mielenkiintoinen osa It-palvelumarkkinaa

Tutkimusorganisaatio Forrester arvioi kansainvälisen ohjelmistorobotiikan globaalin palvelumarkkinan kooksiksi 14,4 miljardia dollaria vuonna 2022. RPA-palvelut (Robotic Process Automation) jakautuu edelleen implementaatioon (60 %), konsultointiin (25 %) ja tukeen (15 %). Digital Workforce toimii kaikilla palvelualueilla, mutta strategisesti tärkein on tuki ja ylläpito.

Maantieteellisesti Pohjois-Amerikka käyttää >40 % RPA-palveluista ja Eurooppa noin 20 % (Q3'21). Näin Digital Workforcen strateginen valinta panostaa USA:han on hyvin perusteltu. Huomautamme kuitenkin, että laajentuminen on hyvin alkumetreillä ja vaati vielä näyttöjä yhtiöltä.

Tutkimusyhtiö Forresterin mukaan 90 % asiakkaista hyödyntävät vain pientä osaa automaatiopotentialistaan (Q2'19). Forresterin mukaan robotiikka ja automaatio tulevat muuttamaan täysin jopa 80 % nykyisistä työtehtävistä vuoteen 2030 mennessä. McKinsey puolestaan toteaa, että jopa 50 % nykyisistä työtehtävistä voisi tulla automatisoiduksi vuoteen 2025 mennessä.

Koronapandemia on vauhdittanut yritysten automaatiopanostuksia. Lisäksi, yhtiöiden kustannussäästöjen sekä työn tuottavuuden ohitse tärkeimmiksi tavoitteiksi ovat nousseet digitalisaation kiihdyttäminen, liikevaihdon kasvattaminen, asiakaskokemuksen ja kilpailukyyn parantaminen. Forrester toteaa

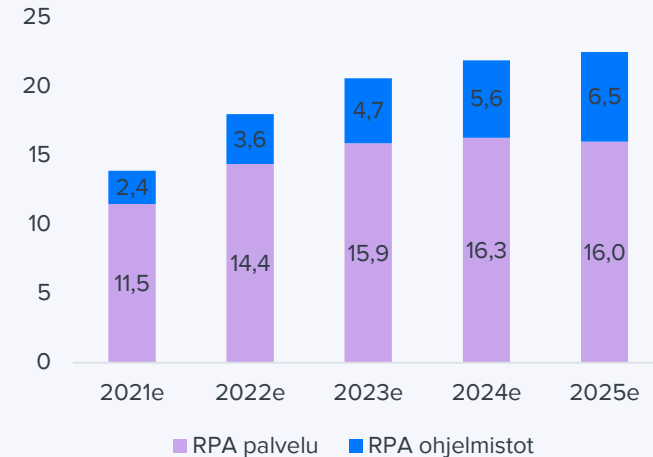
markkinan olevan muuttumassa yksittäisten teknologioiden mahdollistamista tehtävien automatisoinneista, kokonaisvaltaisten liiketoimintaprosessien niin sanotuksi automation fabric -markkinaksi. Forresterin mukaan tällaista kokonaisvaltaista tarjontaa ei tällä hetkellä ole saatavilla markkinoilla. Digital Workforce tavoite on tuoda markkinoille kaupallinen alusta vastaamaan tarpeeseen Q3'22:lla. Forrester on kehuunut erityisesti Digital Workforcen implementaatio- ja innovaatiokykyä. Erityisesti innovaatiokyky on mielestämme tärkeä ominaisuus. Markkinan muuttuessa nopeasti, on myös Digital Workforcen pystyttävä jatkuvasti kehittämään liiketoimintaansa ja soveltamaan parhaita teknologioita.

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

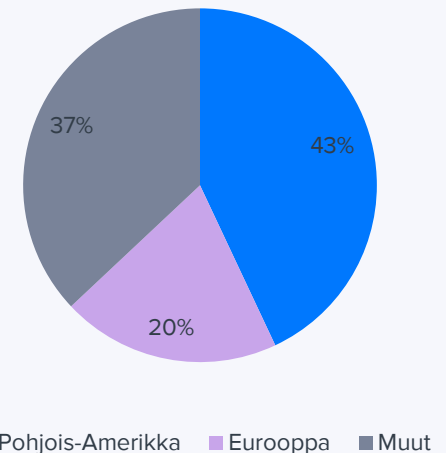
Robotiikkaohjelmistot ajavat kasvua

Palvelumarkkinan ennustettu kasvu on 10 % vuonna 2022, mutta hidastuu tulevina vuosina. Ohjelmistojen kasvu jatkuu vahvana ja on keskimäärin 30 % vuosina 2022-2025. Digital Workforcen liiketoimintamallin tarkoitus on ajaa jatkuvaveloitteisten palvelujen kasvua, joka hyödyntää vahvasti juuri robotiikkateknologioita.

RPA-markkina, USD miljardia



RPA-markkina maantieteellisesti



Ohjelmistorobotiikkamarkkina ja kilpailukenttä 2/3

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

Kilpailukenttä on laaja, mutta ei suoria kilpailijoita

Digital Workforce ei kilpaile suurien automaatio-ohjelmistoteknologiatoimittajien kanssa, vaan hyödyntää eri ohjelmistoja palveluidensa tuottamisessa. Kilpailijoita ovat suuret konsulttitalot, IT-konsulttitalot ja muut vastaavat toimeenpanoon sekä operoimiseen ja ylläpitoon keskittyvät specialistit. Yhtiöllä on kilpailuetuja edellä mainittuihin kilpailijakategorioihin verrattuna etenkin fokuoituneen tarjontansa ja sen sisällä laajojen kyvykkyksiensä myötä. Suuret IT-konsultit ovat enemmän generalisteja ja operoivat eri liiketoimintamalleilla sekä intresseillä. Pienet ketterät kilpailijat myyvät taas pääosin asiantuntijatyötä ja lisenssejä, mutta heiltä puuttuu ylläpitokyvykyys ja elinkaaritarkjonta. IT-palveluyhtiöllä jatkuva palvelu on taas yleensä projektin häntä, kun Digital Workforcella tämä on strateginen tavoite. Näin yhtiöllä on hyvin vähän suoraa kilpailua toimittamaan koko elinkaaritarkjooma ketterästi. Kilpailua on kuitenkin eri vaiheissa.

Näkemyksemme mukaan yksi hyvin

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

Tutkimusorganisaatio Forrester on tunnistanut Digital Workforcen korkeimpaan kategoriaan kansainvälisessä keskisuurten ohjelmistorobotiikan palveluyhtiöiden vertailussaan. Toimintastrategialtaan yhtiö sai koko vertailun korkeimmat pisteet. Raportissa korostettiin etenkin kattavien jatkuvien palveluiden hyötyä asiakkaan näkökulmasta, mikä on yhtiön strateginen painopiste ja erottava tekijä kilpailussa.

Maantieteellisesti Digital Workforce on osoittanut kilpailukykyä Pohjoismaissa. Yhtiö on tutkinut USA:n markkinaa ja näin sille on muodostunut käsitys missä asiakassegmenteissä yhtiön tarjoomalla olisi kilpailuetua. Suurin osa markkinan organisaatiosta on edelleen hyvin alkuvaiheessa robotiikkaan liittyen. Kilpailukenttä perustuu pääosin asiantuntijaorganisaatioihin ilman automatisoitua ylläpitokyvykykyä.

Suomessa Siilillä on vastaavaa toimintaa Skaler-yksikössä ja Digia osti vastikään ohjelmistorobotiikka ja automaatio palveluita tarjoavan [MOST Digitalin](#). MOST Digitalin ratkaisussa selvänä strategisena erona on avoimenlähdekoodin soveltaminen. Lisäksi MOST Digital ja Skaler ovat selvästi Digital Workforcea pienempiä ja maantieteellisesti fokuoituneempia ohjelmistorobotiikkatarjoajia.

Asiakkaan hyödyt ohjelmistorobotiikasta



Digitalisaation kiihdyttäminen



Tuottavuuden ja kannattavuuden parantaminen



Työntekijöiden työajan vapauttaminen



Joustavuuden ja skaalautuvuuden tarjoaminen



Laadun ja asiakaskokemuksen parantaminen

Markkinoiden kasvuajurit



Suurin osa organisaatioista ei ole vielä ottanut robotiikkaa käyttöön



Noin 90% ohjelmistorobotiikkaa käyttävistä yrityksistä hyödyntää vain pientä osaa automaatiopotentialistaan



Teknologian kehitys mahdollistaa uusien ja monimutkaisempien prosessien automaation

Ohjelmistorobotiikkamarkkina ja kilpailukenttä 3/3

Yhteenvetona Digital Workforcella ei ole suoria kilpailijoita ja erottuu markkinoilla omalla automaatioalustallaan.

Oma alusta kilpailuetuna

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

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

Ohjelmistorobotiikka on osa isoa IT-palvelumarkkina ja sisältää samoja ajureita

Olemme raportin loppuun lisänneet myös IT-palvelun markkina- sekä kilpailukenttäosion. Kyseinen osio on siinä mielessä relevantti, että Digital Workforce toimii tämän ison markkinan sisällä ohjelmistorobotiikan ja automaation alueella, jossa suuresti samoja ajureita ja teemoja. Samoja ajureita ovat mm. digitalisaatio, yhtiöiden kypsyys (vaikka robotiikassa ollaan vielä alkumetreillä). Lisäksi samoja teemoja on osaajakilpailussa. Kilpailukentässä taas erona on näkemysmme mukaan suhteellisesti pienempi kilpailu ohjelmistorobotiikassa verrattuna IT-palveluun yleisesti. IT-palvelumarkkina ja

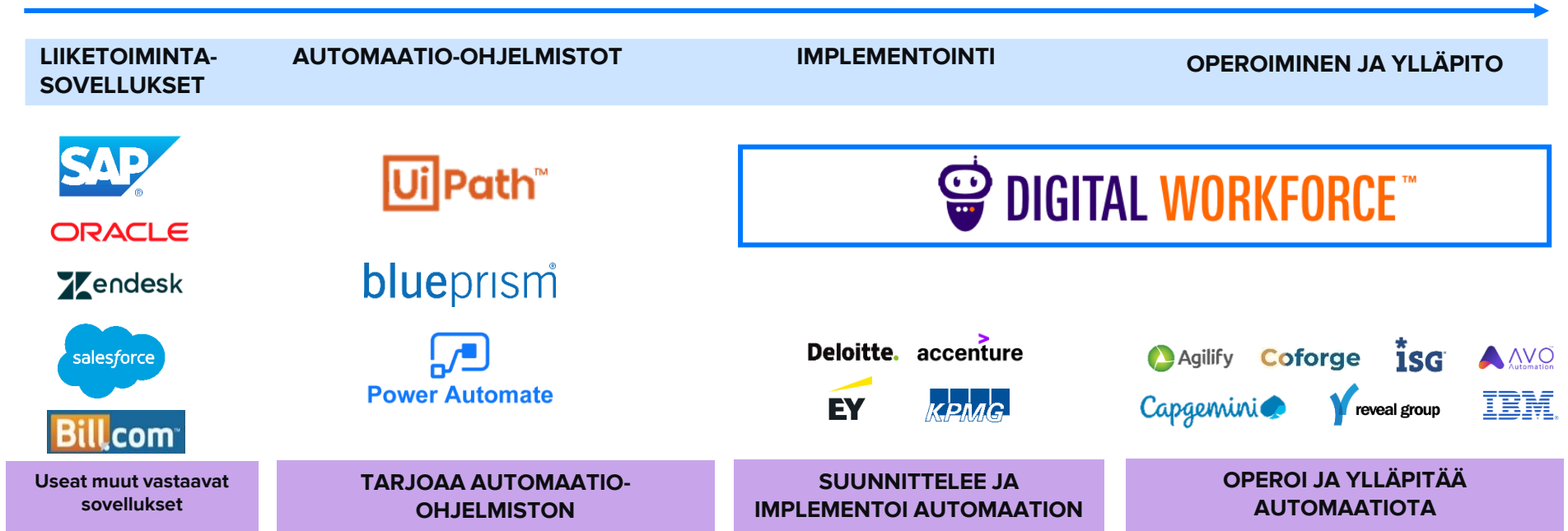
kilpailukenttäosio on luettavissa sivuilla 34-45.

Digital Workforcen kilpailutekijät

- + Oma automaatioalusta, kypsä ja monipuolinen tuote
 - + Moniteknologia
 - + Pilvipalvelu
 - + Hyvin pieni kilpailu jatkuvissa palveluissa
- + Suuret hyödyt ja matalat kokonaiskustannukset asiakkaalle
- + Joustavat ja nopeat toimitusmallit ja ylläpito pilvestä
- Kova kilpailu asiantuntija- ja lisenssitoimitusmallissa
- Selvästi teknologiatoimittajia pienemmät resurssit, mikäli ne laajentuisivat Digital Workforcen alueelle
- Heikko kilpailu- ja toimituskyky Yhdysvalloissa

Ohjelmistorobotiikan kilpailukenttä

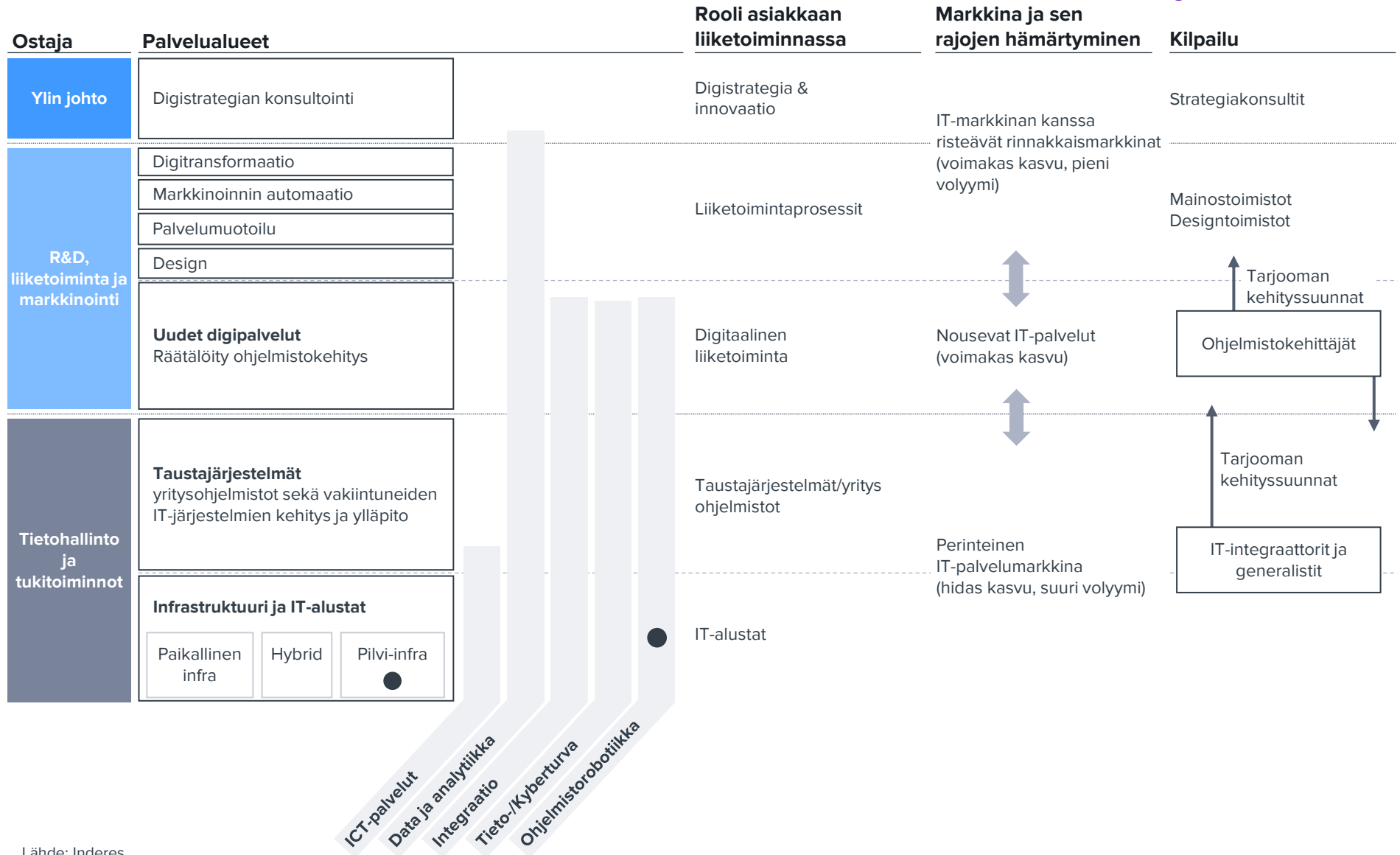
Kilpailukenttä



Positioituminen IT-palvelumarkkinassa

Digital Workforcen tarjonta

- Ydiosaamisalue
- Osaamisalue



Strategia ja taloudelliset tavoitteet 1/3

Kasvustrategian ytimessä oma automaatioalusta

Digital Workforcen koko strategia on luotu oman automaatioalustan ja sen jatkuvien palveluiden ympärille, jota yhtiö haluaa kasvattaa. Markkinamuutosten ajamana yhtiö päivitti huhtikuussa strategiaansa. Yhtiön päivitetystä strategiasta korostuu liiketoimintamallin muutos asiantuntijapainotteisista palveluista alustapohjaiseen malliin. Yhtiö tuo palvelutarjontansa ytimeen itsepalveluun perustuvan Digital Workforce Outsmart -alustan, johon yhtiö rakentaa merkittäviä lisäkyvykkyksiä prosessien automatisoimiseksi. Keskeistä on esimerkiksi ihmisten ja ohjelmistorobottien saumattoman yhteistyön varmistaminen.

Päivitetyn strategian tavoitteena on kehittää automaatioalustaa, joka voidaan ottaa käyttöön itsepalveluna ja laajentaa yhtiön kohdeasiakaskuntaa kattamaan aiempaa paremmin myös 1 000 – 10 000 henkilöä työllistäviä yrityksiä. Alustan kehitys mahdollistaa markkinaosuuden kasvattamisen nykyisillä markkinoilla sekä kasvun kiihdyttämisen uusilla markkina-alueilla, joilla yhtiöllä on vähän tai ei ollenkaan kilpailua. Aikaisemmin yhtiö toimitti pelkästään suuremmille asiakkaille ja teki koko tarvittavan käyttöönoton itse. Toisin sanoen uudistus ajaa entistä voimakkaammin strategian mukaista alustapohjaista jatkuvaveloiteisten palveluiden kasvua. Asiakkaalle tämä tarkoittaa edullisempaa automaatioalustan käyttöönottoa. Huhtikuussa julkistettu moniteknologia-automatiaoalusta on tällä hetkellä pilotointivaiheessa ja kaupallistaminen on suunniteltu Q3'22:n aikana. Oma alusta erottaa yhtiötä jo nyt selvästi pääosin asiantuntijayhtiöistä koostuvasta kilpailukentästä ja luo yhtiölle

kilpailuetua.

Digital Workforcen strategian kulmakivet:

1) Liiketoiminnan edelleen kasvattaminen ja uusien ratkaisujen kehittäminen Pohjoismaissa.

Yhtiö tavoittelee Pohjoismaisella markkinalla korkeaa orgaanista kasvua ja kannattavuutta nykyisissä asiakkaissa sekä kehittämällä uusia ratkaisuja. Strategiakauden kasvusta yhtiö odottaa noin 30 MEUR tulevan Pohjoismaista.

2) Kasvun kiihdyttäminen Yhdysvalloissa ja Isossa-Britanniassa keskittyen ydinosaamiseen.

Digital Workforcen tavoite on edelleen kiihdyttää kasvua kyseisillä suurilla markkinoilla (lähes 50 % maailman RPA-markkinasta). Yhtiö hyödyntää tässä Pohjoismaissa kehitettyä osaamistaan sekä investoi myyntiorganisaatioon ja toimitusvalmiuksiin. Lisäksi kasvua tuetaan mahdollisesti yrityskaupoilla. Q3'22:lla käyttöön otettava Digital Workforce Outsmart Platform avaa yhtiölle uusia mahdollisuuksia erityisesti Yhdysvaltojen keskisuurten yritysten markkinassa, jossa potentiaaliset asiakasmäärät ovat kymmenkertaiset isojen yritysten kohderyhmään verrattuna. Strategiakauden kasvusta yhtiö odottaa noin 50 MEUR tulevan Yhdysvalloista ja Isosta-Britanniasta.

3) Skaalautuvuuden vahvistaminen.

Yhtiön tavoite on kasvattaa työntekijämäärää Puolassa ja Suomessa ja sieltä tukea kansainvälistä kasvua (nearshore-toimituksia). Lisäksi skaalautuvuutta haetaan investoimalla johtamisen järjestelmiin, asiakkuushallinnan työkaluihin ja toiminnanohjausjärjestelmään. Tavoitteena on myös uuden Puolan keskusta vastaavan osaamiskeskuksen avaaminen Aasian ja Tyynenmeren tai Amerikan alueille.



Strategian kulmakivet:



Liiketoiminnan edelleen kasvattaminen ja uusien ratkaisujen kehittäminen Pohjoismaissa



Kasvun kiihdyttäminen Yhdysvalloissa ja Iso-Britanniassa keskittyen ydinosaamiseen



Skaalautuvuuden vahvistaminen

Digital Workforcen kasvuajurit:

- Automaatiopotentialin kasvu ja hyödyntäminen asiakkaissa
- Maantieteellinen kasvu erityisesti Yhdysvalloissa ja Isossa-Britanniassa (uusasiakashankinta)
- Pohjoismaissa kasvua nykyisissä asiakkaissa
- Asiakaspotentialin kasvu, kun laajentuu myös keskisuuriin asiakkaisiin (aikaisemmin vain suuret)
- Markkinalla vain rajattu määrä asiantuntijoita, Digital Workforcen oma alusta ratkoo pullonkaulaa ja skaalautuu
- Yritysosot

Strategia ja taloudelliset tavoitteet 2/3

Näkemyksemme mukaan strategian selvästi kriittisin osa on laajentuminen Yhdysvaltoihin, jossa markkinapotentiaali vastaa yli 40 % maailman RPA-palveluista. Listautumisen myötä yhtiö hankki varoja kasvattaakseen investointeja Yhdysvaltoihin. Onnistuessa laajentumisessa Yhdysvaltoihin avaa se aivan eritasoisen kasvupotentiaalin. Pohjoismaissa yhtiö on jo osoittanut tarjooman kilpailukyvyn.

Strategian kannalta kriittistä on myös uuden alustan kehittäminen itsepalveluvalmiiksi. Onnistuessaan tämä laajentaa huomattavasti yhtiön alustan markkinapotentiaalia sekä nopeuttaa markkinaosuuksien haltuunottoa. Nyt pullonkaulana on omien asiantuntijoiden rekrytointi. Lisäksi mikäli yhtiö onnistuu itsepalveluvalmiuden kehittämisessä, parantaa se kasvumahdollisuuksia, mutta ennen kaikkea vie yhtiötä yhä vahvemmin alustayhtiön suuntaan. Uusi ominaisuus parantaa entisestään kannattavuusprofiilia ja erottaa yhtiötä yhä selvemmin palveluyhtiöistä. Itsepalvelualustan kaupallistamiseen ja sen nopeuteen liittyy kuitenkin epävarmuutta.

Tavoite kasvaa voimakkaasti vuoteen 2026

Liikevaihdon osalta Digital Workforcen tavoite on 100 MEUR vuoden 2026 loppuun mennessä. Kasvusta yhtiö odottaa noin 30 MEUR tulevan Pohjoismaista ja 50 MEUR Yhdysvalloista ja Isosta-Britanniasta. Käännettynä tämä tarkoittaa keskimäärin 35 %:n vuotuista liikevaihdon kasvua. Kasvutavoite on mahdollinen, mutta vaatii selvää kasvun vahvistumista strategisilla kasvumarkkinoilla ja/tai yritysjärjestelyitä. Yhtiö pystyi ennen koronaa tavoitetta parempaan vauhtiin. Nyt kuitenkin osaajapula rajoittaa kasvua. Yhtiön huhtikuussa ilmoittama alustauudistus vähentää onnistuessaan kuitenkin osaajien tarvetta ja tukee kasvun vahvistumista.

Tavoite selvästi positiivinen kannattavuus vuonna 2026

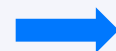
Kannattavuuden osalta yhtiön tavoite on selvästi positiivinen oikaistu käyttökate-% vuoden 2026 loppuun mennessä. Pidemmällä aikavälillä yhtiö tavoittelee yli 20 %:n oikaistua käyttökate-%:a. Nykyisellä strategiakaudella yhtiö priorisoi kuitenkin kasvua kannattavuuden sijaan ja investointien

vaikuttavan kannattavuuteen negatiivisesti vielä lähivuosina. Huhtikuun strategiapäivityksen yhteydessä yhtiö kommentoi tavoittelevansa uuden alustan ajamana 70 %:n jatkuvaveloitteisen liikevaihdon osuutta jo vuonna 2024 (2021: 52 %). Tämä tarkoittaa että kannattavuustavoitteet voidaan hyvin saavuttaa etuajassa. Yleisesti pidämme yhtiön kannattavuustavoitteita hyvin mahdollisina, sillä asiantuntijaliiketoiminnan pitäisi arviomme mukaan pystyä lähemmäs 10 %:n käyttökate-%:iin ja jatkuvien palveluiden 20-30 %:n käyttökate-%:iin. Asiantuntijapalveluiden kannattavuutta voidaan näkemyksemme mukaan heijastella IT-palvelusektoriin ja jatkuvaveloitteisia palveluita lähes ohjelmistoprofiiliin. Kannattavuuden ajoitus riippuu kuitenkin hyvin paljon investointien kokoluokasta ja jatkuvaveloitteisten palveluiden kasvusta ja siten skaalautuvuudesta.

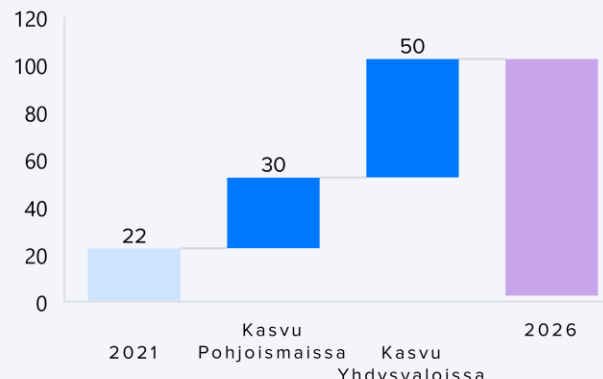
Digital Workforcella ei ole vahvistettua osinkopolitiikkaa. Pidämme hyvin epätodennäköisenä, että yhtiö jakaa osinkoa nykyisellä strategiakaudella. Yhtiö investoi arviomme mukaan kaikki varat oman alustan kehittämiseen ja kasvuun, mikä on meidän mielestä järkevää.

Digital Workforcen taloudelliset tavoitteet strategiakaudelle 2022-2026

	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Liikevaihto	22 MEUR +17 %	↗	↗	↗	↗	100 MEUR
EBITDA-%*	-4 %	↘	↘	↘	+/-	Selvästi positiivinen
Kasvun rahoitus	Kassavirta	Listautumisessa kerätyt varat	Listautumisessa kerätyt varat	Listautumisessa kerätyt varat	Listautumisessa kerätyt varat	Kassavirta



Liikevaihdon kasvualueet



Strategia ja taloudelliset tavoitteet 3/3

Listautumisannilla vauhtia strategian toteutukseen

Yhtiö toteutti listautumisen yhteydessä osakeannin kasvustrategian toteuttamiseen, jossa yhtiö keräsi noin 20,5 MEUR:n nettovarot. Kyseiset varat riittävät yhtiön mukaan strategiakauden tavoitteisiin.

Yhtiö panostaa uusin myynti- ja toimitusresursseihin kasvun kiihdyttämiseksi erityisesti USA:ssa ja Isossa-Britanniassa. Kyseisiin panostuksiin on alustavasti varattu noin 70 % kerätyistä varoista. Yhtiö hakee pääosin orgaanista kasvua, mutta ei poissulje pieniä yritysostoja kyseisillä kasvumarkkinoilla kasvattaakseen palvelutarjoamaa ja asiakaskuntaa.

Uusien teknologioiden liittämiseen oman alustaan yhtiö on korvamerkinnyt alustavasti noin 15 % antirahoista. Oman alustan kilpailukyvyyn ylläpitäminen ja edelleen kehittäminen on kriittistä kasvun jatkumisen ja kiihtymisen kannalta.

Liiketoiminnan skaalautumiseen ja tuotantoresursseihin yhtiö on varannut loput arvioidut noin 15 % listautumisessa hankituista varoista. Käytännössä tämä voisi tarkoittaa uutta Puolan toimintaa vastaavan toimipisteen avaamista.

Uuden itsepalvelualustan päivityksen jälkeen tarve yritysostoille ei näkemyksemme mukaan ole yhtä kriittinen. Yritysosto nopeuttaisi selvästi USA:ssa laajentumista, mutta samalla riski olisi selvästi orgaanista kasvua korkeampi.

Yritysjärjestelyt

Digital Workforce tavoittelee kasvua pääosin orgaanisesti. Yritysosot ovat kuitenkin myös osa yhtiön työkalupakkia. Yhtiö on viime vuoden lopusta lähtien tutkinut yritysostomahdollisuuksia ja erityisesti USA:n markkinalla. Yhdysvalloissa yhtiö hakee asiakkaita, toimituskykyä ja myyntiä. Ihanteellinen kohde olisi kokoluokalta ~50 työntekijää. Fokukseltaan ostokohteen tulisi hallita jotain Digital Workforcen käyttämistä keskeisistä teknologioista. Ymmärryksemme mukaan Yhdysvalloissa olisi useita kymmeniä kriteerit täyttäviä potentiaalisia ostokohteita. Lisäksi ideaali tilanteessa osa ostokohteen toiminnoista olisi off-shore -lokaatioissa.

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

Riskinä yritysjärjestelyissä näemme ostokohteen korkeat arvostustasot, kulttuurien integroinnit ja yhteisten insentiivien löytämisen. Itse yhtiöllä ei ole aikaisempaa kokemusta yritysjärjestelyistä, mutta perustajajäsenillä ja johtohenkilöstöllä on ymmärryksemme mukaan mittavaa kokemusta yritysostoista ja niiden integraatiosta, mikä laskee tähän liittyvä riskitasoa. Lisäksi avainhenkilöt sitoutetaan kasvun sidotuilla lisäkauppahinnoilla. Todennäköiset ostokohteet ovat puhtaita asiantuntijayhtiöitä, eikä omaa Digital Workforce tyyppistä alustaa ja jatkuvaveloitteista palvelua, jonka tulisi näkyä yhtiön omaa arvostusta matalampana arvostuksena.

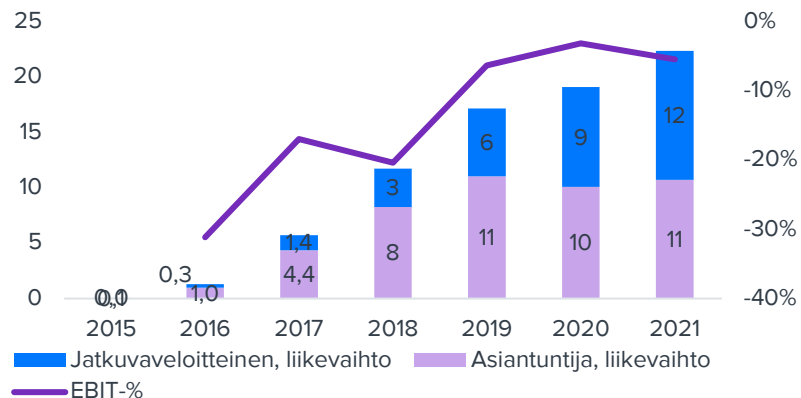
Listautumisannin investointikohteet

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

Taloudellinen tilanne 1/2

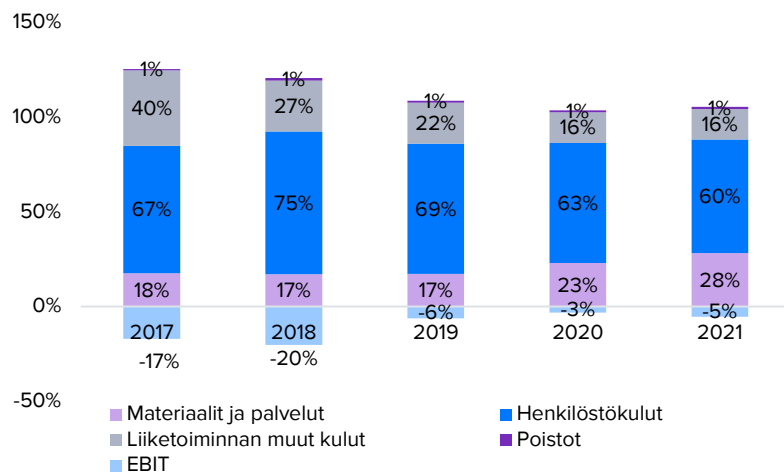
Vahvaa kasvua ja investoinnit painaneet kannattavuutta

Liikevaihto (MEUR) ja EBIT-%, 2015-2021



- Digital Workforcen liikevaihdon vuosikasvu (CAGR) on ollut 77 % ja kannattavuus keskimäärin (EBIT-%) -14 % vuosina 2016-2021.
- Strategian keskiössä olevat jatkuvaveloitteiset palvelut ovat vetäneet kasvua viimeiset kaksi vuotta (+47 % ja +29 %) ja samalla osuus liikevaihdosta nousi 52 %:iin vuonna 2021. Asiantuntijapalveluiden kehitystä on viimeiset pari vuotta hidastanut korona ja kova osaajakilpailu.
- Digital Workforcen kasvu on vaatinut etupainotteisia investointeja oman alustan kehitykseen, uusien markkinoiden avaamiseen sekä myyntiin ja markkinointiin. Investoinnit ovat pitäneet kannattavuuden pakkasella. Yhtiö keräsi rahaa jo vuonna 2016 kasvuinvestointien mahdollistamiseksi.
- Kypsässä vaiheessa asiantuntijapalveluiden kannattavuusprofiili on arviomme mukaan matalaa IT-palvelukannattavuustasoa (EBIT <10 %) ja jatkuvaveloitteiset palvelut (>20 %).
- Vuoden 2021 tulosta painoi 0,4 MEUR:n kertaluonteiset kulut käyttökatteessa ja 2,2 MEUR:n listautumiseen liittyvät kertaluonteiset kulut.

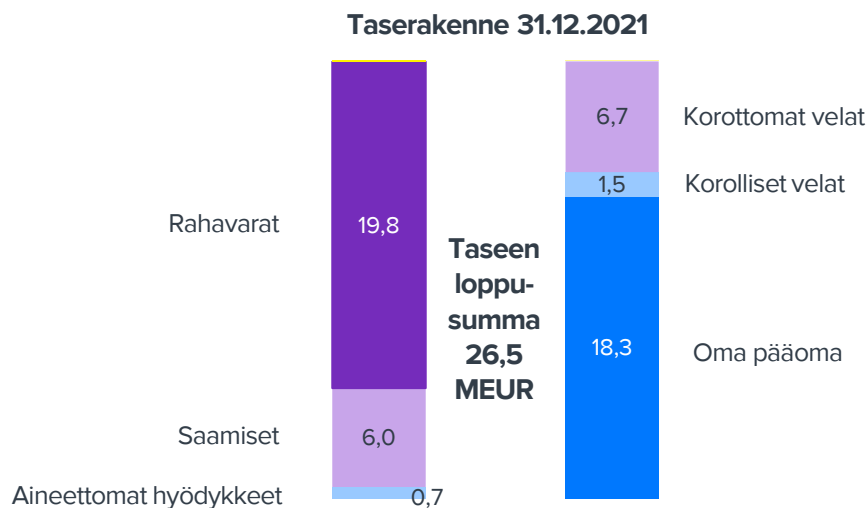
Kustannusrakenne, 2017-2021, % liikevaihdosta



- Kustannusrakenteessa on selvää skaalautumisvaraa investointivaiheen jälkeen ja toiminnan siirtyessä kypsään vaiheeseen
- Digital Workforcen kustannusrakenteen suurimmat erät ovat henkilöstökulut ja materiaalit ja palvelut (2021: 60 % & 28 % liikevaihdosta). Henkilöstökulut liittyvät pääosin asiantuntijapalveluihin sekä materiaalit ja palvelut käytännössä kokonaan jatkuvaveloitteisiin palveluihin. Jatkuvaveloitteisten palveluiden suhteellinen kasvu heijastuu suoraan materiaali- ja palvelukuluihin.
- Skaalautumispotentiaalia kulurakenteessa on erityisesti henkilöstökuluissa, kun painopiste muuttuu vahvemmin korkeakatteisempaan jatkuvaveloitteisiin palveluihin. Lisäksi työntekijöiden laskutusasteissa on ymmärryksemme mukaan edelleen selvää potentiaalia, kun yhtiö on saanut tehostettua omia prosessejaan. Yhtiö on myös investoinut useisiin maihin liiketoiminnan muiden kulujen muodossa, jossa on tehokkuuspotentiaalia.

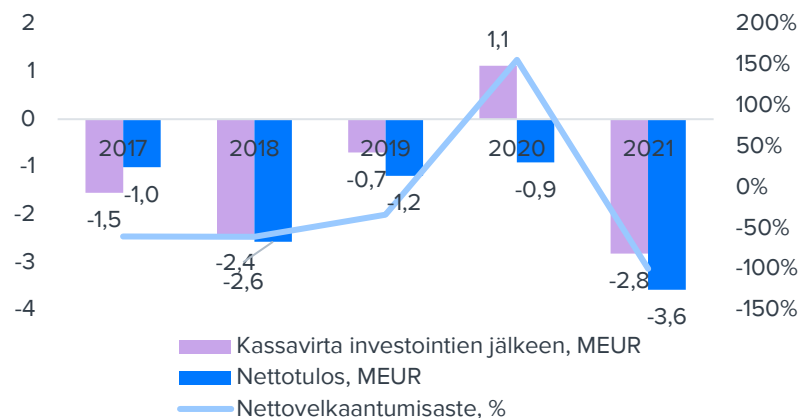
Taloudellinen tilanne 2/2

Listautumisessa kerätyt varat mahdollistavat isommat panostukset



- Digital Workforcen tase on hyvin kevyt ja listautumisessa kerättyjen varojen myötä todella vahva.
- Rahavarat olivat 20 MEUR vuoden 2021 lopussa ja ne antavat hyvin liikkumavaraa orgaanisille investoinneille ja pienille yritysostoille
- Aineettomat hyödykkeet perustuvat aktivoituihin T&K- kuluihin. Yhtiö ei viime vuonna aktivoinut kuluja.
- Yhtiö operoi negatiivisella käyttöpääomalla, mikä tarkoittaa ettei normaali orgaaninen kasvu sido pääomia. Yhtiö kuitenkin investoi tällä hetkellä etupainotteisesti kasvuun, mikä näkyy tuloslaskelmassa tappioina ja syö kassaa.
- Mahdolliset yritysostot sitovat pääomia ja luovat liikearvoa. Digital Workforce on FAS-kirjanpidossa ja poistaa siten liikearvoa, jos sitä syntyy taseeseen.

Operatiivinen kassavirta investointien jälkeen, nettotulos ja nettovelkaisuusaste (%)



- Yhtiö toteutti vuonna 2016 rahoituskierron kasvuiinvestointien toteuttamiseksi ja tarvitsi lisää varoja viime vuonna.
- Nykyiset varat riittävät yhtiön mukaan strategian toteutukseen ja tavoitteiden saavuttamiseen.
- Arvioimme kannattavuuden pysyvän negatiivisena lähivuosina investointien myötä ja syövän vajaat puolet kassasta. Näin yhtiölle jää ennusteissamme noin 14 MEUR yritysostoihin.

Ennusteet 1/2

Ennustemalli

Ennusteissa seuraamme yhtiön strategian tavoitteiden myötä erityisesti jatkuvaveloitteisen liikevaihdon kasvua. Asiantuntijaliikevaihto on myös tärkeätä, koska se toimii sisään syöttönä jatkuvaveloitteiseen liikevaihtoon. Asiantuntijaliikevaihdon merkitys vähenee kuitenkin jatkossa kun itsepalvelualusta otetaan vahvemmin käyttöön. Asiantuntijaliikevaihdon kertyminen on hyvin riippuvainen henkilöstömäärän kehityksestä ja laskutusasteiden muutoksista. Jatkuvaveloitteisten palveluiden liikevaihtoa tukee asiantuntijapalveluiden kehitys, mutta korrelaatio on kuitenkin suhteellisen heikko, mikä johtuu siitä, että jatkuvaveloitteisten palveluiden asiakkaat skaalaavat ylös digityöntekijöitä.

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

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

Kokonaisuutena kannattavuusennusteet tulevat investointivaiheen myötä olemaan heikkoja ja arviolta negatiivista vielä ainakin lähivuodet. Kyseisiin ennusteisiin liittyy kuitenkin normaalia enemmän epävarmuutta johtuen investointien kokoluokasta ja ajoituksesta.

Emme ole sisällyttäneet yritysostojen ennusteisiimme, mutta pidämme pienten tai

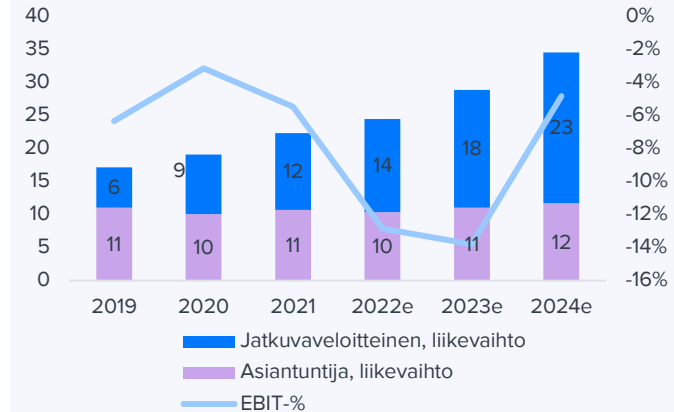
keskisuurten yritysostojen toteutumista jopa todennäköisenä keskipitkällä aikavälillä.

Kuluvan vuoden ennusteet

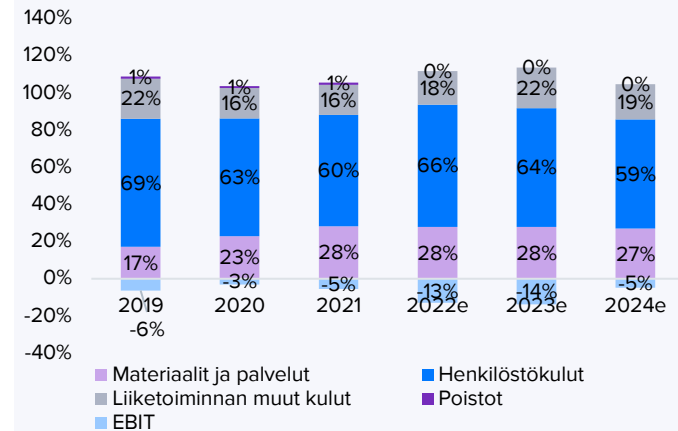
Digital Workforce ei ohjeista kuluvaan vuoteen, mutta on sanonut olevansa kasvupolulla vuoden 2026 100 MEUR:n tavoitteeseen. Kannattavuuden osalta yhtiö on sanonut priorisoivansa kasvua kannattavuuden sijaan ja investointien vaikuttavan kannattavuuteen negatiivisesti vielä lähivuosina. Arvioimme yhtiön liikevaihdon kasvavan 10 % 24,5 MEUR:oon vuonna 2022 (2021: 17 %). Ennustamme jatkuvaveloitteisten palveluiden vetävän konsernin kasvua (21 %) uusiasiakashankinnan ja nykyisten asiakkaiden lisääntyvän käytön myötä. Asiantuntijapalveluiden odotamme laskevan (3 %) osajapulan painamana ja yhtiön siirtyessä itsepalvelumalliin H2:lla kasvua.

Ennustamme myyntikate-%:n paranevan 36 %:iin skaalautuvan jatkuvaveloitteisten palveluiden kasvun vetämänä (2021: 35 %). Listautumisen ja strategiapäivityksen myötä odotamme yhtiön kuitenkin kiihdyttävän investointeja omaan alustaan ja erityisesti USA:n myynti- ja markkinointitoimintoihin. Näin odotamme kiinteiden henkilöstökulujen ja liiketoiminnan muiden kulujen kasvavan noin 30 % vuonna 2022. Näin ennustamme liikevoiton olevan -3,1 MEUR tai -13 % kuluvana vuonna (2021: -1,2 MEUR tai -6 %). Ennustamme osakekohtaisen tuloksen olevan -0,30 euroa (2021: -0,65 ja oik. -0,25). Kasvustrategian vaatimien pääomien ja tappiollisen tuloksen myötä emme odota yhtiön maksavan osinkoa vuodelta 2022.

Liikevaihto ja EBIT-%



Kulut-% liikevaihdosta



Ennusteet 2/2

Strategiakauden ennusteet vuoteen 2026

Strategiakauden seuraavina vuosina ennustamme varovaisesti kasvun vain hieman kiihtyvän myyntipanostusten ja uuden itsepalvelualustan tukemana. Ennustamme liikevaihdon kasvavan 18 %, 20 %, 20 % ja 18 % vuosina 2023-26. Kasvua vetää ennusteissamme jatkuvaveloitteisten palveluiden kasvu (keskimäärin 25 % vuosittain). Ennusteemme ovat selvästi alle yhtiön tavoitteen (100 MEUR vuonna 2026) indikoiman 35 %:n keskimääräisen vuosittaisen kasvuvauhdin. Vahvempi kasvu vaati yhtiöltä näyttöjä itsepalvelualustan kaupallistamisesta ja myyntipanostuksilta tulosta. Yhtiön onnistuessa Ison-Britannian ja / tai USA:n markkinoilla on ennusteissamme huomattavaa nousuvaraa.

Arvioimme Digital Workforcen kuitenkin edelleen panostavan omaan alustansa ja uusiin markkinoihin, mikä rajoittaa kannattavuutta strategian mukaisesti vielä kuluvalle strategiakaudella. Yhtiön tavoite on selvästi positiivinen oikaistu käyttökate-% vuoden 2026 loppuun mennessä.

Ennustamme kannattavuuden olevan selvästi negatiivinen vielä vuodet 2023-24 (EBIT-% -14 % ja -5 %). Arvioimme EBIT-%:n nousevan skaalautuvan kasvun myötä lievästi positiiviseksi vuonna 2025 ja selvemmin vuonna 2026 (+1 % ja +8 %). Huomautamme edelleen, että erityisesti kannattavuusennusteisiin liittyy epätavallisen paljon epävarmuutta johtuen investointien suuruudesta ja ajoituksesta sekä liikevaihdon kasvun kulmakertoimesta. Yhtiö ei tarkemmin ole

kommentoinut lähivuosien kannattavuutta, mutta kommentoi strategiapäivityksen yhteydessä huhtikuussa avaavansa tulevaisuudessa enemmän investointeja ja aikataulua, mikä laskisi ennusteisiin liittyvää epävarmuutta. Olemme sivupalkissa oikealla listanneet useampia Digital Workforcen kasvu- ja kannattavuusajureita.

Osingon osalta emme odota yhtiön jakavan varoja nykyisellä strategiakaudella. Odotamme yhtiön panostavan kaikki varat kasvuun, mikä on näkemyksemme mukaan luonnollista kasvun kiihtyessä ja skaalautuvuuden realisoituessa.

Pitkän aikavälin ennusteet

Pitkän aikavälin ennusteet ovat hyvin riippuvaiset strategian onnistumisesta. Ennustamme pitkällä aikavälillä kasvun asteittain hidastuvan ja olevan 3 % - 15 %:n kasvua vuosina 2027-2030 ja 2,0 % terminaalissa.

Pidemmällä aikavälillä yhtiö tavoittelee yli 20 %:n oikaistua käyttökate-%. Ennustamme varovaisesti EBIT-%:n olevan 15 %, mikä heijastellee korkeaa IT-palvelukannattavuutta, mutta hyvin matalaa ohjelmistokannattavuutta.

Tase on hyvin vahva ja mahdollistaa strategiakauden investoinnit

Listautumisessa hankittujen varojen myötä yhtiön tase on hyvin vahva. Odotamme orgaanisten panostuksien syövän kassaa seuraavan kolmen vuoden aikana reilu 8 MEUR. Näin ollen yhtiölle jää ennusteissamme noin 14 MEUR yritysjärjestelyihin. Ennusteissamme tase pysyy vahvana läpi strategiakauden.

Kasvuajurit

- + Uuden itsepalvelualustan suurempi markkinapotentiaali
- + Asiantuntijapalveluiden vahva kasvu
- + Uusien jatkuvaveloitteisten palveluiden kasvu ja olemassa olevien käytön lisääminen (skaalautuu)
- + Robotiikan paraneva penetraatioaste

Kannattavuuden ajurit

- + Parempi lisenssiportfolion hallinta, joka tehostaa materiaalien ja palveluiden kulurakennetta
- + Vahvempi skaalautuvuus
- + Suorien henkilöstökulujen suhteellinen lasku, jatkuvaveloitteisen liikevaihdon nousun ajamana
- + Kiinteiden henkilöstökulujen suhteellinen lasku liikevaihdon kasvun myötä ja laskutusasteiden nousu
- + Liiketoiminnan muiden kulujen suhteellinen lasku liikevaihdon kasvun ajamana
- Yleinen palkkainflaatio
- Rekrytoinnit kalliilla USA:n ja Ison-Britannian markkinoilla
- Asiantuntijapalveluiden vaihtuvuus
- Investointien epäonnistuminen

Kvartaaliennusteet

Tuloslaskelma	2019	2020	H1'21	H2'21	2021	H1'22e	H2'22e	2022e	2023e	2024e	2025e
Liikevaihto	17,2	19,1	11,1	11,3	22,4	12,0	12,6	24,5	28,9	34,6	41,3
Asiantuntijapalvelut	0,0	10,1	5,5	5,2	10,7	5,2	5,2	10,4	11,1	11,7	12,6
Jatkuvaveloitteiset palvelut	0,0	9,0	5,6	6,1	11,7	6,8	7,3	14,1	17,8	22,8	28,7
Käyttökate	-0,9	-0,4	-0,3	-0,7	-1,0	-1,2	-1,6	-2,8	-3,8	-1,5	0,7
Poistot ja arvonalennukset	-0,2	-0,2	-0,1	-0,1	-0,3	-0,2	-0,2	-0,3	-0,2	-0,2	-0,2
Liikevoitto ilman kertaeriä	-1,1	-0,6	-0,4	-0,4	-0,8	-1,4	-1,7	-3,1	-4,0	-1,7	0,6
Liikevoitto	-1,1	-0,6	-0,4	-0,8	-1,2	-1,4	-1,7	-3,1	-4,0	-1,7	0,6
Nettorahoituskulut	-0,1	-0,2	-0,1	-2,2	-2,3	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
Tulos ennen veroja	-1,1	-0,8	-0,5	-3,1	-3,5	-1,5	-1,8	-3,3	-4,0	-1,7	0,5
Verot	0,0	-0,1	0,0	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,2	-0,1
Nettotulos	-1,2	-0,9	-0,5	-3,1	-3,6	-1,5	-1,8	-3,3	-4,0	-1,6	0,4
EPS (oikaistu)	-2,40	-1,82	-0,09	-0,17	-0,25	-0,13	-0,16	-0,30	-0,36	-0,14	0,04
EPS (raportoitu)	-2,40	-1,82	-0,09	-0,54	-0,62	-0,13	-0,16	-0,30	-0,36	-0,14	0,04

Tunnusluvut	2019	2020	H1'21	H2'21	2021	H1'22e	H2'22e	2022e	2023e	2024e	2025e
Liikevaihdon kasvu-%	46,3 %	11,3 %		-40,9 %	17,1 %	7,8 %	11,3 %	9,6 %	18,0 %	19,6 %	19,5 %
Käyttökate-%	-5,2 %	-2,1 %	-2,5 %	-6,1 %	-4,3 %	-10,4 %	-12,5 %	-11,5 %	-13,1 %	-4,3 %	1,8 %
Oikaistu liikevoitto-%	-6,3 %	-3,1 %	-3,7 %	-3,9 %	-3,8 %	-11,8 %	-13,8 %	-12,8 %	-13,8 %	-4,8 %	1,4 %
Nettotulos-%	-6,9 %	-4,7 %	-4,4 %	-27,4 %	-16,0 %	-12,4 %	-14,4 %	-13,4 %	-14,0 %	-4,5 %	1,0 %

Lähde: Inderes

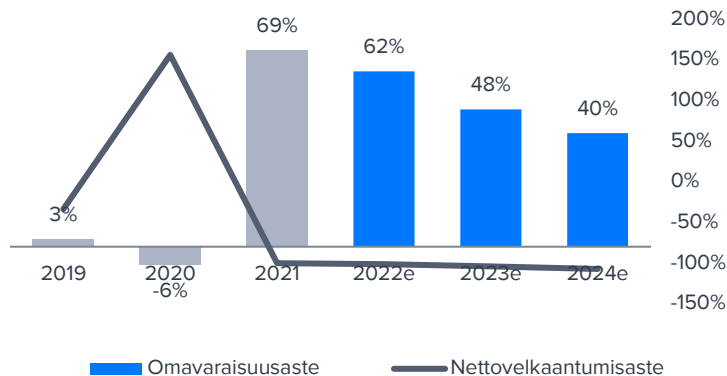
Tase

Vastaavaa	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Pysyvät vastaavat	1,0	0,8	0,6	0,4	0,4
Liikearvo	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Aineettomat hyödykkeet	0,9	0,7	0,5	0,3	0,2
Käyttöomaisuus	0,1	0,1	0,1	0,1	0,2
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut sijoitukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Laskennalliset verosaamiset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Vaihtuvat vastaavat	8,4	25,8	23,8	22,3	23,2
Vaihto-omaisuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut lyhytaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Myyntisaamiset	5,4	6,0	6,6	7,8	9,3
Likvidit varat	3,0	19,8	17,2	14,5	13,8
Taseen loppusumma	9,4	26,5	24,3	22,7	23,5

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Oma pääoma	-0,6	18,3	15,0	11,0	9,4
Osakepääoma	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1
Kertyneet voittovarot	-6,2	-9,8	-13,0	-17,1	-18,6
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	5,5	28,0	28,0	28,0	28,0
Muu oma pääoma	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pitkäaikaiset velat	1,8	1,3	1,0	1,0	1,0
Laskennalliset verovelat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lainat rahoituslaitoksilta	1,5	1,3	1,0	1,0	1,0
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,3	0,0	0,0	0,0	0,0
Lyhytaikaiset velat	8,2	6,9	8,3	10,7	13,1
Lainat rahoituslaitoksilta	0,6	0,2	1,0	2,1	2,8
Lyhytaikaiset korottomat velat	7,6	6,7	7,4	8,7	10,4
Muut lyhytaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Taseen loppusumma	9,4	26,5	24,3	22,7	23,5

Taseen avainlukujen kehitys



Arvonmääritys 1/4

Sijoitusprofiililta kasvuyhtiö

Digital Workforce on näkemyksemme mukaan puhdas kasvuyhtiö, joka tulevana vuosina panostaa kaiken kasvuun, jonka aikanaan odotetaan skaalaavan myös kannattavuuden positiiviseksi. Näin seuraamme yhtiössä kasvun kulmakerrointa, kun tulos on lähivuodet vielä tappiollinen.

Liiketoiminnoiltaan yhtiö on näkemyksemme mukaan hybridi ohjelmistoyhtiön ja IT-palveluyhtiön ominaisuuksista. Digital Workforcella ei ole ohjelmistoyhtiöiden tapaan samaa IPR-portfolioita ja kannattavuusprofiilia, mutta palveluyhtiötä selvästi parempi skaalautuvuus, kannattavuusrakenne ja erityisesti jatkuvuus. Asiantuntijatyö on taas strategisesti ”syöttöä” jatkuvaveloitteiseen liikevaihtoon ja arviomme mukaan se on IT-palvelutyötä matalampikatteista. Parempikatteisen jatkuvan liikevaihdon osuuden kasvu ajaa tuloskasvua ja tekee sijoitusprofiilista entistä houkuttelevamman.

Strategiakauden lopussa vuonna 2026 ja tämän jälkeen yhtiön tulisi jo tehdä tulosta ja olla kasvumarkkinoiden osalta jo selvästi kypsemmässä vaiheessa. Yhtiön onnistuessa kasvumarkkinoilla USA:ssa ja Isossa-Britanniassa sekä skaalautuvuuden realisoituessa voidaan yhtiölle alkaa asteittain hyväksyä korkeampia kertoimia.

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

arvostuskertoimiin ja pahimmassa tapauksessa yhtiö profiloituisi tahtomattaan heikosti kannattavan IT-palveluyhtiön lokeroon.

Arvonmääritysmalli

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

Ohjelmistoyhtiössä laajasti käytetty rule-of-forty on toimiva mittari sitten, kun yhtiö ei ole yhtä voimakkaassa investointivaiheessa ja kasvusta on saatu parempia näyttöjä.

Verrokkiryhmä

Digital Workforcelle ei ole saatavilla selkeää samalla liiketoimintamallilla toimivaa verrokkiryhmää, sillä asiantuntijayhtiöihin verrattuna yhtiöllä on selvästi enemmän jatkuvaluonteista ja parempikatteista liiketoimintaa. Pohjoismaisiin ohjelmistoyhtiöihin verrattuna taas Digital Workforcen kateprofiili on kypsässä vaiheessa kyseisiä yhtiöitä heikompi. SaaS-yhtiöiden kannattavuus on kypsässä vaiheessa lähes 2x korkeampi. Näin olemme koonneet verrokkiryhmän pohjoismaisista ohjelmistoyhtiöistä ja IT-palveluyhtiöistä, jotka samalla luovat haarukan yhtiön hyväksyttävälle arvostustasolle.

Arvoajurit ja mahdollisuudet

- Uusissa markkinoissa onnistuminen (USA ja Iso-Britannia) ja kasvun kiihtyminen
- Itsepalvelualustan kaupallistaminen avaa selkeätä uutta markkinapotentiaalia ja mahdollistaa kasvun kiihdyttämisen
- Parempikatteisen jatkuvaveloitteisten palveluiden liikevaihdon osuuden kasvu ajaa tuloskasvua ja tekee sijoitusprofiilista entistä houkuttelevamman
- Skaalautuvuuden parantaminen
- Yritysosotot

Riskit ja uhat

- Kasvustrategian onnistuminen, erityisesti Yhdysvalloissa
- Alustan itsepalveluominaisuuden rakentaminen
- Investointien tuottavuus
- Suurten RPA-teknologioiden kehitys ja laajentuminen ylläpitoon
- Markkina ja teknologiamuutoksiin reagointi
- Työntekijäimagon kehitys ja rekrytoinneissa onnistuminen
- Palkkainflaatio ja vaihtuvuuden hallinta
- Yritysosotot

Sijoitusprofiili

1.

Houkutteleva markkina ja palvelutarjooman näytöt ovat hyvät

2.

Tavoiteltu kasvu vaati edelleen suuria investointeja, erityisesti uusilla markkinoilla

3.

Skaalautuva ja jatkuva liiketoimintamalli

4.

Vahva tase ja negatiivinen nettokäyttöpääoma

5.

Sijoitusprofiili mielenkiintoinen jo nyt ja potentiaalia selvästi parempaan

Potentiaali



- Markkinan kysyntänäkymät ovat vahvat
- Uusissa markkinoissa onnistuminen (USA ja Iso-Britannia)
- Itsepalvelualustan kaupallistaminen avaa selvää uutta markkinapotentiaalia ja mahdollistaa kasvun kiihdyttämisen
- Skaalautuvuus
- Yritysosot

Riskit



- Kasvustrategian onnistuminen
- Alustan kilpailukyvyn säilyttäminen ja kehitys
- Suurten RPA-tekniologioiden kehitys ja laajentuminen ylläpitoon
- Markkina- ja teknologiamuutoksiin reagointi
- Työntekijäimagon kehitys ja rekrytoinneissa onnistuminen
- Palkkainflaatio ja vaihtuvuuden hallinta
- Yritysosot

Vertailuryhmä

Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Osakekurssi	Markkina-arvo MEUR	Yritysarvo MEUR	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B 2022e
				2022e	2023e	2022e	2023e	2022e	2023e	2022e	2023e	2022e	2023e	
Leaddesk*	10,05	57	60	158,9	37,8	20,3	13,8	2,1	1,8		52,3			3,1
Admicom*	54,20	270	252	18,6	16,3	18,2	16,0	8,2	7,2	24,5	21,9	2,4	3,0	8,8
Basware*	39,55	572	620	68,6	51,0	24,7	21,9	3,9	3,6	187,5	93,3			7,6
Efecte*	10,90	68	62	233,8	163,8	77,4	59,6	2,9	2,5	258,2	191,4			19,2
FormPipe Software	31,00	148	146	58,2	26,1	18,9	13,4	3,1	2,8	95,3	35,3	2,8	2,8	3,5
Heeros*	4,00	21	23	35,7	21,5	12,3	9,7	2,0	1,8	46,4	26,3			2,9
Lime Technologies	285,80	350	366	40,5	32,4	25,4	21,5	8,0	6,9	43,0	34,5	1,0	1,1	21,4
Qt Group*	80,32	2070	2027	45,5	28,6	42,8	27,5	12,2	8,5	54,8	36,5	0,5	0,7	23,3
Upsales Technology	49,50	78	71	27,8	16,0	27,8	17,1	5,9	4,4	53,5	32,8	2,2	2,4	
Carasent	20,15	143	58	18,3	14,3	9,5	7,4	2,9	2,4	51,8	40,8			1,2
Bilot*	3,92	22	16	10,4	6,0	9,5	5,7	0,5	0,4	15,3	10,1	2,6	3,3	1,2
Digia*	7,22	193	204	10,9	9,1	9,0	7,6	1,2	1,1	12,7	11,3	2,8	3,2	2,5
Gofore*	23,35	359	333	16,4	14,4	15,2	12,8	2,4	2,1	21,5	19,4	1,5	1,7	4,7
Loihde*	14,40	87	48	10,3	7,2	4,7	5,2	0,4	0,3	20,9	18,1	1,4	1,7	0,9
Innofactor*	1,16	43	44	8,6	7,0	5,6	4,8	0,7	0,6	12,2	9,5	5,2	6,0	1,6
Nixu*	6,40	48	52	141,3	20,0	27,8	13,0	0,9	0,8		26,2			3,8
Siili Solutions*	14,60	102	116	9,6	8,3	7,8	6,8	1,0	0,9	11,7	10,5	2,7	3,4	3,3
Solteq*	3,16	61	84	10,7	8,6	6,3	5,4	1,1	0,9	12,5	9,9	4,7	5,7	2,0
Tietoevry*	22,74	2693	3195	8,3	7,5	7,3	6,1	1,1	1,0	9,5	8,6	6,2	6,6	1,5
Vincit*	5,50	67	56	7,1	5,7	6,6	5,3	0,8	0,7	10,8	9,0	4,0	4,4	2,4
Netum*	4,00	46	46	11,0	9,7	10,5	9,3	1,6	1,4	14,2	12,9	3,0	3,3	3,5
Bouvet	62,00	640	600	16,4	14,4	13,8	12,3	2,0	1,8	22,3	19,5	4,1	4,8	12,9
Enea	114,60	230	282	16,1	11,4	8,6	7,0	2,9	2,8	12,7	13,2			1,2
Knowit	300,80	779	778	15,6	13,4	10,2	9,5	1,3	1,2	18,4	16,8	2,5	2,8	2,0
Netcompany	371,40	2529	2789	20,7	17,2	17,5	14,7	3,7	3,3	24,6	19,7	0,6	0,9	5,0
Digital Workforce (Inderes)	3,85	43	28	-8,8	-7,9	-9,9	-8,3	1,1	1,1	-13,0	-10,6	0,0	0,0	2,9
Mediaani (kaikki)				16,4	14,4	12,3	9,7	2,0	1,8	21,5	19,5	2,6	3,1	3,2
Erotus-% vrt. mediaani				<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	-44 %	-39 %	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	-11 %
Mediaani (ohjelmistoyhtiöt)				43,0	27,3	22,5	16,6	3,5	3,2	53,5	35,9	2,2	2,4	7,6
Erotus-% vrt. mediaani				<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	-68 %	-66 %	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	-62 %
Mediaani (IT-palveluyhtiöt)				10,9	9,1	9,0	7,0	1,1	1,0	13,4	12,9	2,8	3,3	2,4
Erotus-% vrt. mediaani				<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	3 %	6 %	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	<i>n.a.</i>	21 %

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

Arvonmääritys 2/4

Verrokkiryhmän mediaani EV/Liikevaihto-kertoimet vuosille 2022-2023 ovat 2,0-1,8. IT-palveluyhtiöiden EV/liikevaihto kerroin on 1,1x vuodelle 2022 ja ohjelmistoyhtiöiden vastaava 3,5x. Näkemyksemme mukaan Digital Workforcen arvostus on lattiaan pidettyyn IT-palveluyhtiöiden arvostukseen nähden hyvin maltillisesti arvostettu. Kasvun kiihtyessä lähemmäs tavoiteltua (35 %:n) tasoa voidaan yhtiölle näkemyksemme mukaan alkaa hyväksyä koko verrokkiryhmän mediaani arvostustasoa. Edelleen kannattavuuspotentiaalin realisoituessa voidaan yhtiölle hyväksyä yli koko verrokkiryhmän mediaanin taso, mutta alle ohjelmistoyhtiöiden taso. Tällä hetkellä arvostusta rajoittaa yhtiön pieni koko, heikentynyt kasvukuva ennen investointien hedelmiä, korkojen nousupaineet ja geopolitiininen tilanne.

Arvostuskertoimet

Digital Workforcen investointivaiheesta johtuen tulokset eivät tarjoa olennaista tukea arvostukselle nykyisen strategiakauden aikana. Siten liikevaihtokerroin on tällä hetkellä ainoa toimiva mittari absoluuttisen arvostustason tarkasteluun.

Ennusteillamme Digital Workforcen vuosien 2022-2023 EV/Liikevaihto-kertoimet ovat 1,1x tasolla. Kertoimet ovat puhtaiden IT-palveluyhtiöiden tasolla, eivätkä ne näkemyksemme mukaan huomioi yhtiön vahvaa kasvua, jatkuvuutta ja skaalautumispotentiaalia. Etupainotteisista investoinneista johtuva tappiollisuus kuitenkin nostaa yhtiön riskitasoa ja laskee hyväksyttävää arvostusta. Näkemyksemme mukaan yhtiötä tulisi hinnoitella yli IT-palveluyhtiöiden mediaanin (>1,1x), mutta selvästi alle pohjoismaisten SaaS-yhtiöiden (<3,5x).

Strategiakauden lopussa tuloskertoimista aletaan jo saamaan tukea. Vuonna 2026 yhtiö on jo tuloksellinen, mutta ei vielä kypsässä vaiheessa (lv kasvu 18 % ja EBIT 8 %) ja arvostus on EV/EBIT 7x ja P/E 13x. Ennustamamme vuosi 2027 kuvastaa jo kypsää vaihetta (lv kasvu 15 % ja EBIT 15 %) ja arvostus EV/EBIT 3x ja P/E 6x. Tässä kohtaa pitkälle tulevaisuuteen nojaaminen on kuitenkin mielestämme liian aikaista ennen kuin Digital Workforcelta saadaan enemmän näyttöjä kasvu- ja kannattavuuskäänteestä.

Tavoitehintamme vastaa 1,2 EV/liikevaihto kerrointa vuodelle 2022e. Kerroin on vain hieman yli IT-palveluyhtiöiden mediaanin (1,1x) ja hyvin selvästi alle pohjoismaisten ohjelmistoyhtiöiden (3,5x).

EV/Liikevaihto ja kasvun yhdistelmä kuvastaa potentiaalia

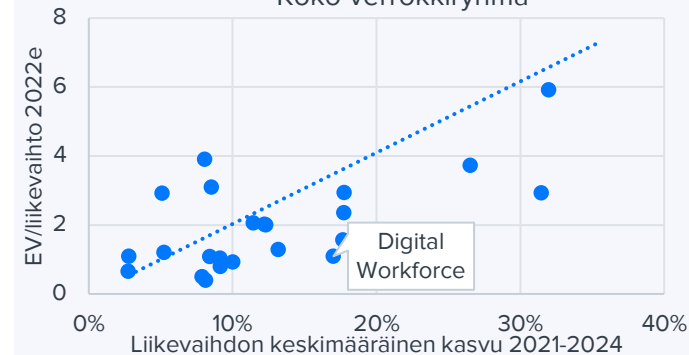
Tarkastelemme arvostusta myös EV/liikevaihto-kertoimen ja liikevaihdon kasvun näkökulmasta. Sovellamme koko verrokkiryhmää sekä IT-palveluyhtiöstä koostuvaa verrokkiryhmää ja tarkastelemme kasvu vuosina 2021-2024, mikä on nähtävissä kuvaajissa oikealla.

Digital Workforcen keskimääräinen ennustamamme kasvu on 17 % vuosina 2021-2024. Arvostuksen alalaitana käyttämäämme IT-palveluyhtiöistä koostuvaan verrokkiryhmään sovellettuna Digital Workforcen kasvu vastaisi vajaan 2x EV/Liikevaihto-kerrointa. Tarkastelutapa kuvastaa selvää nousupotentiaalia osakkeessa, vaikka huomioidaan investointien myötä tappiollinen liiketoiminta lähivuosina. Digital Workforcen arvostus on reilua 3x, kun kasvua sovelletaan koko verrokkiryhmään.

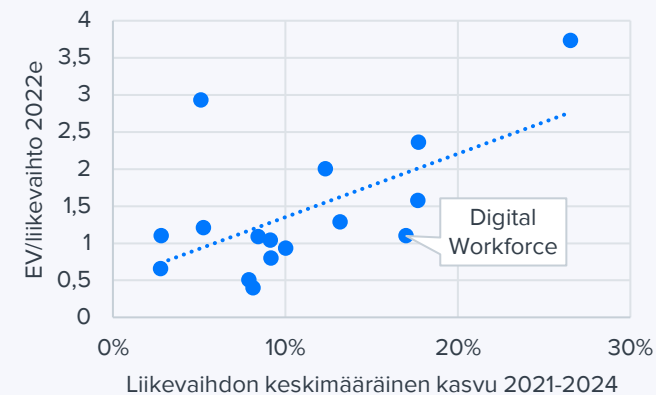
EV/Liikevaihto 2022e



Koko verrokkiryhmä



IT-palveluyhtiöt



Arvonmääritys 3/4

Näkemyksemme mukaan kyseiset tasot tarjoavat realistisemman tukipisteen arvostukselle vahvimman investointivaiheen jälkeen, kun yhtiö on kypsässä vaiheessa osoittanut vahvan kasvun ja kannattavuuden yhdistelmän. Näin tämä kuvastaa tässä vaiheessa enemmän potentiaalia.

Osien summa

Olemme tarkastelleet Digital Workforcen arvostusta myös osien summan kautta. Osien summa havainnollistaa paremmin arvostusta liiketoimintojen hyvin erilaisten profiilien kautta. Osien summan heikkous arvonmäärityksen näkökulmasta on siinä, että liiketoimintoja ei käytännössä voi tai tulla erottamaan toisistaan. Tapa antaa kuitenkin yhä uuden näkökulman arvostukseen.

Sovellamme asiantuntija liikevaihdolle IT-palveluyhtiöiden alahaarukan arvostuskertoimen (0,8x), sillä liiketoiminta on heikommin kasvavaa ja arviomme mukaan kannattavuusprofiililtaan myös heikkokatteisempaa. Jatkuvaluonteiselle liikevaihdolle hyväksymme IT-palveluyhtiöiden kärjen tasoista arvostusta ja koko verrokkiryhmän mediaanin tasoa (2,0x), sillä kasvu on hyvin vahvaa ja jatkuvaluonteista. Kannattavuuspotentiaalin realisoituessa voidaan jatkuvaluonteiselle liikevaihdolle edelleen hyväksyä korkeampaa arvostustasoa.

Digital Workforcen vuoden 2022 liikevaihtoa ja yllä mainitsemiamme kertoimia soveltaen saamme kokonaisuuden velattomaksi arvoksi 37 MEUR. Vahvan nettokassan myötä markkina arvo vastaa 51 MEUR ja osakekohtainen arvo 4,6 euroa osakkeelta.

Pitkän aikavälin skenaariot

Havainnollistamme Digital Workforcen osakkeen pitkän aikavälin tuottopotentiaalia kolmessa eri skenaariossa perustuen erilaisiin oletuksiin yhtiön kasvunopeudesta ja hyväksyttävistä arvostustasoista vuoteen 2026 ulottuvan strategiakauden aikana. Digital Workforcen päivitetty strategia on vielä alkuvaiheessa, eivät pitkän aikavälin skenaariot näkemyksemme mukaan anna vielä olennaista tukea arvostukselle. Niihin voidaan tukeutua vahvemmin siinä kohtaa, kun investointien purevuudesta ja kasvuvauhdin kiihtymisestä on saatu konkreettisia todisteita.

Skenaariolaskelmat kuvaavat hyvin sitä, kuinka osakkeen tuotto-odotus on erityisen herkkä jatkuvaluonteisten palveluiden kasvulle ja hyväksyttävälle arvostukselle. Mikäli Digital Workforcen kasvu on ennustamaamme tasoista, on osakkeessa näkemyksemme mukaan tarjolla hyvä tuotto-odotus perusskenaariossa. Yhtiön onnistuessa strategian mukaisella vahvalla kasvulla (ei sisällä yritysostoja) on osakkeessa näkemyksemme mukaan tarjolla erinomainen tuotto-odotus optimistisessä skenaariossa. Heikossa skenaariossa, jossa kasvu jäisi heikoksi, tuotto-odotus olisi nolla.

Nykyennusteisiimme pohjautuvassa perusskenaariossa odotamme asiantuntijapalveluiden liikevaihdon kasvavan keskimäärin 4 %:n vuosivauhtia vuoteen 2026 asti. Oletetulla 0,8x liikevaihtokertoimella asiantuntijapalveluiden arvoksi muodostuu tuolloin 10,6 MEUR. Jatkuvaluonteisten palveluiden ennustamme puolestaan kasvavan keskimäärin 25 %:n vauhtia ja liikevaihdon olevan 36 MEUR vuonna 2026.

Osien summa	2022e
Asiantuntijapalveluiden liikevaihto	10,4
Jatkuvaveloitteisten palveluiden liikevaihto	14,1
Arvostus, EV/S	2021e
Asiantuntijapalvelut, 0,8x	8,3
Jatkuvaveloitteiset palvelut, 2x	28,3
EV	36,6
Nettovelka	-14,8
Markkina-arvo	51,4
per osake	4,6

2026	Pessimistinen	Perus	Optimistinen
Asiantuntijapalvelut			
Kasvu (CAGR 22-26)	-3 %	4 %	13 %
Liikevaihto	9,0	13,2	20,0
x hinnoittelukerroin	0,6x	0,8x	1,0x
Yritysarvo	5,4	10,6	20,0
Jatkuvaveloitteiset palvelut			
Kasvu (CAGR 22-26)	11 %	25 %	36 %
Liikevaihto	20,0	35,6	55,0
x hinnoittelukerroin	1,5x	2,0x	2,5x
Yritysarvo	30,0	71,3	137,5
Yhteensä			
Yritysarvo	35,4	81,9	157,5
Nettokassa	-10	-14	-20
Osakekannan arvo	45,4	95,6	177,5
Per osake	4,1	8,6	15,9
Tuotto	2 %	115 %	298 %
Vuosituotto	0 %	18 %	35 %

Arvonmääritys ja suositus 4/4

Jatkuvaveloitteisten palveluiden vahvemman kasvu- ja kannattavuusprofiilin myötä oletamme hyväksyttävän liikevaihtokertoimen olevan 2,0x. Näin jatkuvaveloitteisten palveluiden arvoksi muodostuu 71 MEUR. Näillä oletuksilla Digital Workforcen osakkeen arvoksi vuonna 2026 muodostuisi 8,6 euroa osakkeelta, mikä tarkoittaisi nykykurssiin nähden 18 %:n vuosittaista tuotto-odotusta.

Optimistisessä skenaariossa oletamme asiantuntijapalveluiden kasvavan keskimäärin 13 % ja jatkuvaveloitteisten palveluiden 36 % vuodessa. Oletamme asiantuntijapalveluita hinnoiteltavan tuolloin 1,0x ja jatkuvaveloitteisten palveluiden 2,5x liikevaihtokertoimella. Näillä oletuksilla Digital Workforcen osake olisi 15,9 euroa vuonna 2026, mikä tarkoittaisi erinomaista 35 %:n vuosittaista tuotto-odotusta.

Pessimistisessä skenaariossa oletamme asiantuntijapalveluiden ja jatkuvaveloitteisten palveluiden kasvun jäävän keskimäärin -3 %:iin ja 11 %:iin vuodessa. Hyväksyttävät kertoimet olisivat tällöin luonnollisesti myös paineessa (vastaavat 0,6x ja 1,5x). Näillä oletuksilla Digital Workforcen osake olisi 4,1 euroa vuonna 2026, mikä tarkoittaisi 0 %:n vuosittaista tuotto-odotusta.

DCF-malli

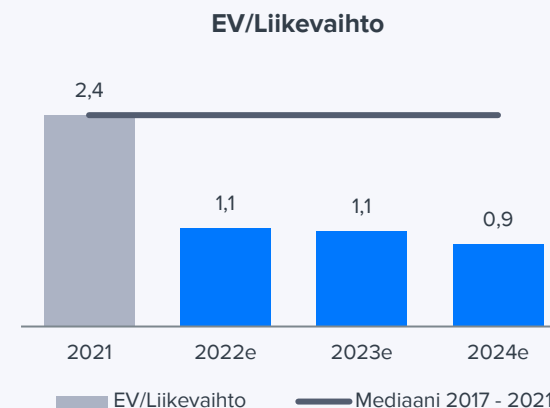
Kassavirtalaskelmamme (DCF) antaa Digital Workforcelle ennusteillamme 6,2 euron osakekohtaisen arvon. Olemme asettaneet terminaalijakson (2031-) kasvuodotuksen 2,0 %:iin ja liikevoittomarginaalin (2031-) 15 %:n tasolle.

Terminaalijakson painoarvo DCF-laskelmassa on 72 %, mikä kertoo merkittävän osan yhtiön arvosta muodostuvan kaukana tulevaisuudessa muodostuvista kassavirroista. Tähän vaikuttaa myös se, että mallissa lähivuosien vapaat kassavirrat ovat vielä negatiivisia. Kaiken kaikkiaan muutokset pitkän aikavälin kasvu- ja kannattavuusoletuksissa heiluttavat DCF-mallin antamaa arvoa huomattavasti.

DCF-mallin indikoima arvo on myös herkkä tuottovaateen muutoksille suuren terminaaliarvon vuoksi. Olemme käyttäneet pääoman keskimääräisenä kustannuksena (WACC) 10,5 % ja oman pääoman tuottovaatimuksemme on 11,1 %. Tuottovaatimusta nostaa yhtiön pieni koko sekä kasvuun ja kannattavuuteen liittyvä epävarmuus. Mikäli Digital Workforce osoittaa tulevana kasvustrategiansa etenevän oikeaan suuntaan on tuottovaateessa jonkin verran laskuvaraa yhtiön riskiprofiilin madaltumisen kautta. Koska kasvustrategia on vielä alkumetreillä, kannattavuus ja skaalautuvuuspotentiaali vielä näyttämättä sekä suuri osa arvosta muodostuu terminaalissa, emme ole vielä valmiita tukeutumaan pelkästään kassavirtalaskelmaan. Kassavirtalaskelma kuitenkin heijastelee osakkeen houkuttelevaa potentiaalia.

Arvostustaso	2022e	2023e	2024e
Osakekurssi	3,85	3,85	3,85
Osakemäärä, milj. kpl	11,1	11,1	11,1
Markkina-arvo	43	43	43
Yritysarvo (EV)	28	31	33
P/E (oik.)	neg.	neg.	neg.
P/E	neg.	neg.	neg.
P/Kassavirta	neg.	neg.	neg.
P/B	2,9	3,9	4,6
P/S	1,7	1,5	1,2
EV/Liikevaihto	1,1	1,1	0,9
EV/EBITDA (oik.)	neg.	neg.	neg.
EV/EBIT (oik.)	neg.	neg.	neg.
Osinko/tulos (%)	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %

Lähde: Inderes

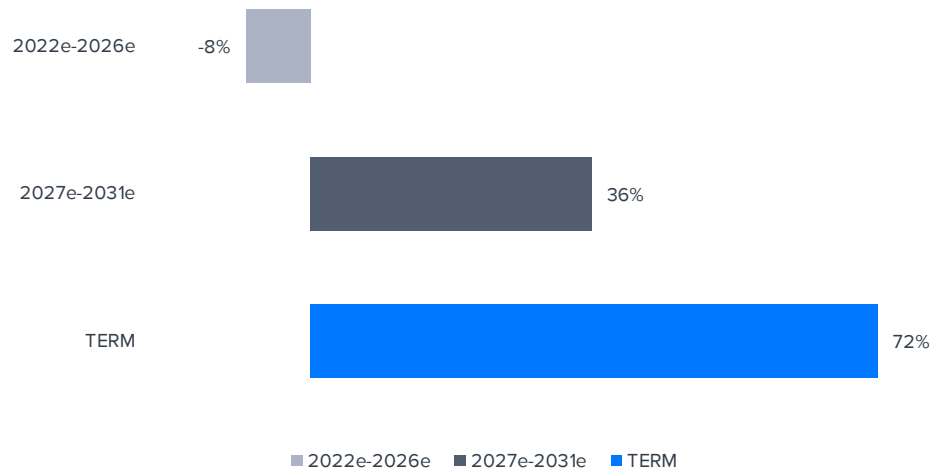


Lähde: Inderes

DCF-laskelma

DCF-laskelma	2021	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	TERM
Liikevoitto	-1,2	-3,1	-4,0	-1,7	0,6	3,9	8,4	9,3	9,6	9,9	10,1	
+ Kokonaispoistot	0,3	0,3	0,2	0,2	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	
- Maksetut verot	-0,1	0,0	0,0	0,2	-0,1	-0,6	-1,4	-1,9	-1,9	-2,0	-2,0	
- verot rahoituskuluista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
+ verot rahoitustuotoista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Käyttöpääoman muutos	-1,5	0,0	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,1	0,1	0,0	
Operatiivinen kassavirta	-2,4	-2,8	-3,6	-1,2	0,8	3,7	7,3	7,7	7,9	8,1	8,3	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	-0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,3	
Vapaa operatiivinen kassavirta	-2,8	-2,9	-3,8	-1,3	0,7	3,5	7,2	7,6	7,8	8,0	7,9	
+/- Muut	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	-2,8	-2,9	-3,8	-1,3	0,7	3,5	7,2	7,6	7,8	8,0	7,9	95,4
Diskontattu vapaa kassavirta		-2,8	-3,2	-1,0	0,5	2,2	4,1	3,9	3,6	3,4	3,0	36,5
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		50,4	53,2	56,4	57,3	56,8	54,6	50,5	46,5	42,9	39,5	36,5
Velaton arvo DCF		50,4										
- Korolliset velat		-1,5										
+ Rahavarat		19,8										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		0,0										
Oman pääoman arvo DCF		68,7										
Oman pääoman arvo DCF per osake		6,2										

Rahavirran jakauma jaksoittain



Pääoman kustannus (wacc)

Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	10,0 %
Vieraan pääoman kustannus	6,0 %
Yrityksen Beta	1,50
Markkinoiden riski-preemio	4,75 %
Likviditeettipreemio	2,00 %
Riskitön korko	2,0 %
Oman pääoman kustannus	11,1 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	10,5 %

Yhteenveto

Tuloslaskelma	2019	2020	2021	2022e	2023e	Osakekohtaiset luvut	2019	2020	2021	2022e	2023e
Liikevaihto	17,2	19,1	22,4	24,5	28,9	EPS (raportoitu)	-2,40	-1,82	-0,62	-0,30	-0,36
Käyttökate	-0,9	-0,4	-1,0	-2,8	-3,8	EPS (oikaistu)	-2,40	-1,82	-0,25	-0,30	-0,36
Liikevoitto	-1,1	-0,6	-1,2	-3,1	-4,0	Operat. kassavirta / osake	-0,17	2,51	-0,43	-0,25	-0,33
Voitto ennen veroja	-1,1	-0,8	-3,5	-3,3	-4,0	Vapaa kassavirta / osake	-1,41	2,26	-0,49	-0,26	-0,34
Nettovoitto	-1,2	-0,9	-3,6	-3,3	-4,0	Omapääoma / osake	0,43	-1,22	3,18	1,35	0,98
Kertaluontoiset erät	0,0	0,0	-0,4	0,0	0,0	Osinko / osake	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Tase	2019	2020	2021	2022e	2023e	Kasvu ja kannattavuus	2019	2020	2021	2022e	2023e
Taseen loppusumma	7,5	9,4	26,5	24,3	22,7	Liikevaihdon kasvu-%	46 %	11 %	17 %	10 %	18 %
Oma pääoma	0,2	-0,6	18,3	15,0	11,0	Käyttökateen kasvu-%	-60 %	-55 %	136 %	193 %	35 %
Liikearvo	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	Liikevoiton oik. kasvu-%	-55 %	-45 %	42 %	271 %	27 %
Nettovelat	-0,1	-1,0	-18,3	-15,2	-11,4	EPS oik. kasvu-%	-54 %	-24 %	-86 %	17 %	23 %
Kassavirta	2019	2020	2021	2022e	2023e	Käyttökate-%	-5,2 %	-2,1 %	-4,3 %	-11,5 %	-13,1 %
Käyttökate	-0,9	-0,4	-1,0	-2,8	-3,8	Oik. Liikevoitto-%	-6,3 %	-3,1 %	-3,8 %	-12,8 %	-13,8 %
Nettokäyttöpääoman muutos	0,9	1,6	-1,5	0,0	0,1	Liikevoitto-%	-6,3 %	-3,1 %	-5,5 %	-12,8 %	-13,8 %
Operatiivinen kassavirta	-0,1	1,2	-2,4	-2,8	-3,6	ROE-%	-145,7 %	454,8 %	-40,5 %	-19,8 %	-31,1 %
Investoinnit	-0,6	-0,5	0,0	-0,1	-0,1	ROI-%	-38,5 %	-33,9 %	-11,5 %	-17,1 %	-25,7 %
Vapaa kassavirta	-0,7	1,1	-2,8	-2,9	-3,8	Omavaraisuusaste	2,8 %	-6,5 %	69,0 %	61,7 %	48,3 %
						Nettovelkaantumisaste	-33,6 %	156,2 %	-100,0 %	-101,2 %	-103,8 %
Arvostuskertoimet	2019	2020	2021	2022e	2023e						
EV/Liikevaihto	neg.		2,4	1,1	1,1						
EV/EBITDA (oik.)	0,1		neg.	neg.	neg.						
EV/EBIT (oik.)	0,1		neg.	neg.	neg.						
P/E (oik.)	0,0	0,0	neg.	neg.	neg.						
P/B	0,0	0,0	4,0	2,9	3,9						
Osinkotuotto-%			0,0 %	0,0 %	0,0 %						

Lähde: Inderes

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.

IT-palvelumarkkinan määritelmään kuuluvia osaluokkia 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. Digital Workforce toimii juuri automaatio-palvelualueella. 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.

Digital Workforce on onnistunut pääsemään markkinan kasvuun vahvasti kiinni asemoitumalla IT-markkinan hyvin kasvavalle palvelualueelle jossa kilpailu on perinteistä IT-palvelua pienempi.

Markkinan pitkän aikavälin kasvunäkymät

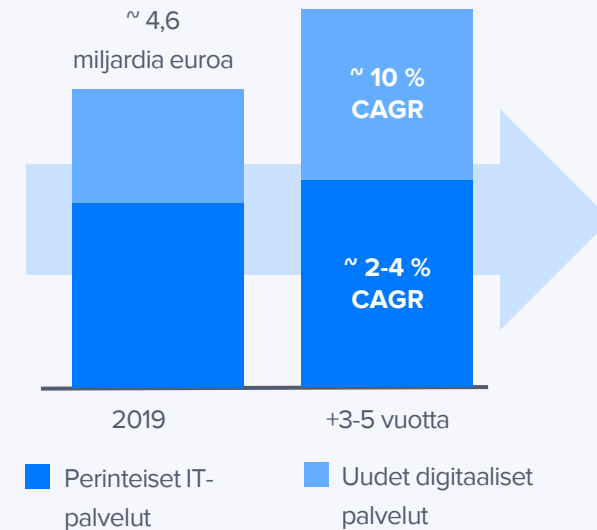
Yhteiskunnan digitalisoituminen edellyttää toteutuakseen valtavan määrän käsipareja rakentamaan, integroimaan ja ylläpitämään uusia sovelluksia, minkä takia IT-konsulttiyhtiöiden pitkän aikavälin kysyntäfundamentit ovat vahvoja.

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

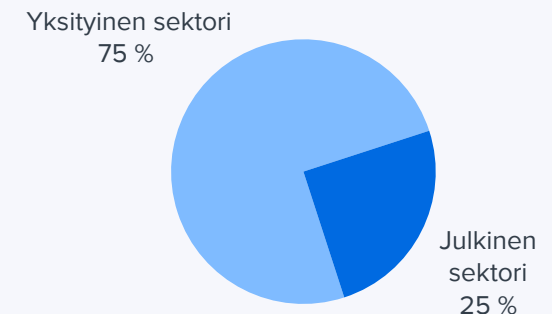
Suomen IT-markkina, 2019, miljardia euroa



Suomen markkina ja kasvukuva



Markkinan jakauma ostajaryhmittäin, 2019, % markkinasta



IT-palvelumarkkina 2/7

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 tarjoamiltaan uusien digipalveluiden kehittäjiksi. Perinteiset toimijat olivat aluksi hitaita mukauttamaan tarjoamiansa ja kulttuureitaan vastaamaan paremmin markkinan muuttuvaa ostokäyttäytymistä ja palvelualueiden kysyntää.

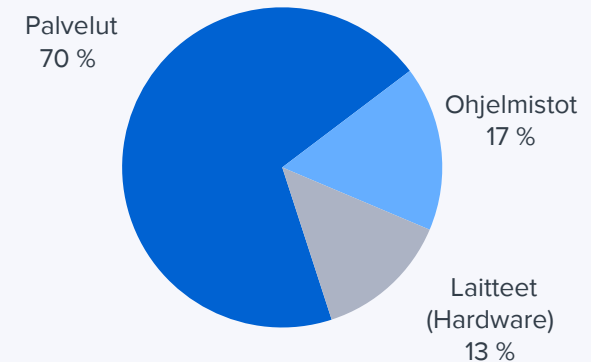
IT-palvelumarkkinan muutosta 2010-luvulla voidaan havainnollistaa yksinkertaistettuna jakamalla markkina voimakkaasti kasvaneisiin uusiin digitaalisiin palveluihin sekä hiipuvaan perinteiseen tietojärjestelmäkehitykseen. Markkinan kahtiajako on nyt kuitenkin

muuttumassa epärelevantiksi, sillä uusia digitaalisia palveluita ei voida käsitellä liiketoiminnan ydinjärjestelmistä erillisenä.

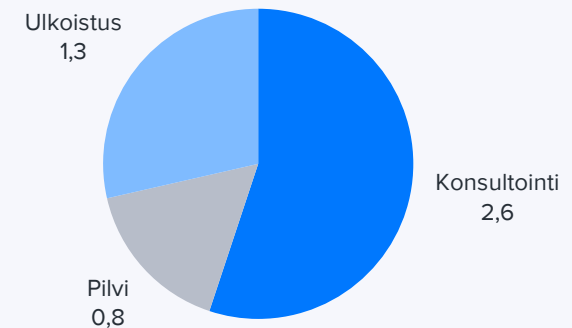
Selkeänä trendinä markkinalla onkin viime vuosina ollut IT-ostamisen vakavoituminen, kun asiakasorganisaatioissa on havaittu, että oikotietä digitalisaatioon ei pystytä hankkimaan ostamalla digisovelluksia tietohallinto ohittaen. Organisaatioiden vakiintuneet tietojärjestelmät eivät katoa, vaan niitä 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 kuvatus 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

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. Lisäksi monet IT-konsultit pyrkivät laajentumaan strategiatason konsultointiin, joskin vaihtelevalla menestyksellä.

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

Yhteistä kaikkien keskisuurten ja suurten

toimijoiden strategioille on myös pyrkimys liiketoimintakriittisemmän kumppanin asemaan asiakkaissa. Pienten ohjelmistokehittäjätalojen osaaminen ja tarjonta ei tällöin yksinään ulotu riittävän syvälle asiakkaan IT-järjestelmiin ja prosesseihin. Tämä kehitys voi osaltaan kiihdyttää markkinan konsolidaatiota.

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

Taustajärjestelmäosaaminen tekee paluuta ja niihin liittyvää dataa tulee osata hyödyntää

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

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

IT-palvelumarkkina 4/7

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 hyötyjiä 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. 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 tarjoamisessa, mutta se on datan tavoin nousemassa yhä vahvemmaksi kilpailu- ja hygieniatekijäksi. Ostajat keskittyvät yhä enemmän tietoturvaan ja tämän osaamisen puuttuminen on toimittajalle selkeä maineriski. Geopoliittinen tilanne on entisestään lisännyt kysyntää. Useat sektorin yhtiöt rakentavat ja vahvistavat parhaillaan kyseistä kyvykkyyttä.

Automaatio on myös nousemassa palvelualueena tärkeämpään rooliin. Automaatio mahdollistaa tuottavuuden parantamisen, joustavuuden, skaalautuvuuden ja paremman laadun sekä asiakaskokemuksen ilman suuria ja kalliita järjestelmähankkeita. Sektorin yhtiöt ovat kehittäneet tai hankkineet kyseistä osaamista ja Digital Workforce on erityisesti erikoistunut ohjelmistorobotiikka hyödyntävään automaatioon.

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 yleistessä 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 siirtyy pilveen ja ohjelmistotalot pyrkivät saamaan haltuunsa suurempaa osaa arvoketjusta SaaS-malleihin siirryttäessä. Ohjelmistojen jälleenmyyjien lisenssikomissiot ovatkin kutistuneet viime vuosina. Häviäjiä ovat lisenssien jälleenmyynnistä riippuvaiset toimijat. Hyötyjiä ovat asiakkaat.

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

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. Digital Workforce soveltaa sekä ohjelmistorobotiikkaa ja hyödyntää near-shore kyvykkyyttä.

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 yhtälön 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.

Palkkainflaatio on eri yhtiöiden kanssa käymiemme keskusteluiden perusteella ollut viime vuosina 2-5 % välillä osaamispainotuksesta riippuen. Tietoevry arvioi palkkainflaation olevan keskimäärin 4 % (päivittyi Q1-raportissa ja aik. 3 %) vuonna 2022, mikä on sektorin muita kommentteja matalampi. Tällä hetkellä mikään ei viittaa 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 ratkaisustamiseen).

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 yritysostolle, vaan tarvetta ajavat muut asiat, kuten strategiset tavoitteet. Pelkästään kasvu on verrattain ”huono” syy yritysostolle 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 meidän arvioitamme ja kommentti kokonaisuudessaan luettavissa [tästä](#). Olemme lisänneet Digital Workforcen tähän nyt julkaistun raportin yhteydessä.

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

1=matalin, 5=korkein.

*Tilanne listautumisen onnistuessa

Lähde: Inderes arvio

Sektorin yrityskauppoja

IT-palvelusektorin yrityskauppoja Pohjoismaissa

Päivämäärä	Ostaja	Kohde	Liikevaihto MEUR	EBITDA MEUR	EBITDA-%	Henkilöstö	EV MEUR	EV/Sales	EV/EBITDA
04/22	Digia	MOST Digital	3	0,0	0 %	34			
01/22	Gofore	Devecto	11	2,0	19 %	130	21-26	2,0x-2,4x	10x-13x
01/22	Solteq	Enerity Solutions Oy	2,2	0,3	~15 %	>20	4,5	2x	15x
11/21	Norvestor	Pinja	40			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 (Fellowind)	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	TietoEVERYn öljy ja kaasuu -liiketoiminta	~50			430	155	3,2x	
02/21	Solteq	Partiture Oy	2,4	1,0	40 %	16		1x	2x-3x
02/21	Gofore	CCEA ja Celkee Oy	5,6	1,2	21 %	50		1,1x	5,1x
12/20	IBM	Nordcloud	80			490			
12/20	Digia	Climber (SE, FI, DK, NED)	14	0,7	5 %	77	8-14	0,6x-1,0x	12x-20x
12/20	Siili	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			

Kilpailukenttä 1/4

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 Tietoenvy, 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 työllistävälle ratkaisutaloille.

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 resurssihin, asiakkaan kohtaamiin vaihdon kustannuksiin sekä korkeisiin alalle tulon kynnyksiin.

Pienet yhtiöt tarvitsevat ketteryuden rinnalle yleensä jonkin terävän osaamiskärjen ollakseen kilpailukykyisiä suuria generalisteja vastaan. Lisäksi pienemmät yhtiöt murtautuvat asiakkuuksiin tyypillisesti muun ostajan kuin tietohallintojohdon kautta myyden 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 urapolkuja, mikä samalla vaikeuttaa sekä oman liiketoiminnan kasvattamista ja arvoketjuaseman kohentamista. Osaajakilpailussa pienten yhtiöiden

keskeisimmät valtit ovatkin tyypillisesti kulttuurisidonnaisia.

Digital Workforce ei juurikaan kilpaile suoranaisesti puhtaiden IT-palveluyhtiöiden kanssa, koska yhtiö on vahvasti erikoistunut ohjelmistorobottiikka soveltavaan automaatioon. Lisäksi yhtiö on rakentanut kilpailuetua omasta automaatioalustastaan. Tarkemmin Digital Workforcen kilpailukentästä on luettavissa sivuilla 12-16.

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 dynaamisuuutta, joustavuutta ja uudistumiskykyä. Pitkällä aikavälillä menestyäkseen yhtiöiden onkin mielestämme kyettävä lukemaan sekä teknologioiden että asiakastarpeiden kehittymisiä ja reagoimaan niihin muutoksiin omia osaamisia rakentamalla. Tätä taustaa vasten pidämme aidosti kestävien kilpailuetujen luomista rakenteellisesti vaikeana harjoituksena. Pitkän aikavälin arvonluonnille emme kuitenkaan näe tätä esteenä.

Kilpailukenttä 2/4

Vertailuryhmän kasvu ja kannattavuus

Tarkastelemme sivun 44 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 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. IT-palveluiden toimialalla olemme pitäneet yli 10 % EBITDA-tasoa hyvänä kannattavuustasona (ilman IFRS-16-vaikutusta). Yksinumeroisiin kannattavuustasoihin yhtiöiden ei pitäisi olla tyytyväisiä. Suuret generalistit Tietoevry ja CGI ovat tehneet hyvää kannattavuutta hitaasta kasvusta huolimatta, mikä perustuu niiden vahvaan markkina-asemaan ja ohjelmistoliiketoimintaan.

Kannattavuuden ja kasvun yhdistelmää viiden vuoden ajalta vertailemalla markkinassa erottuvat muutamat toimijat ylitse muiden. Tähtipelaajien lokeroon asettuvat suomalaisista yhtiöistä Gofore, Solita, 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:sta 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

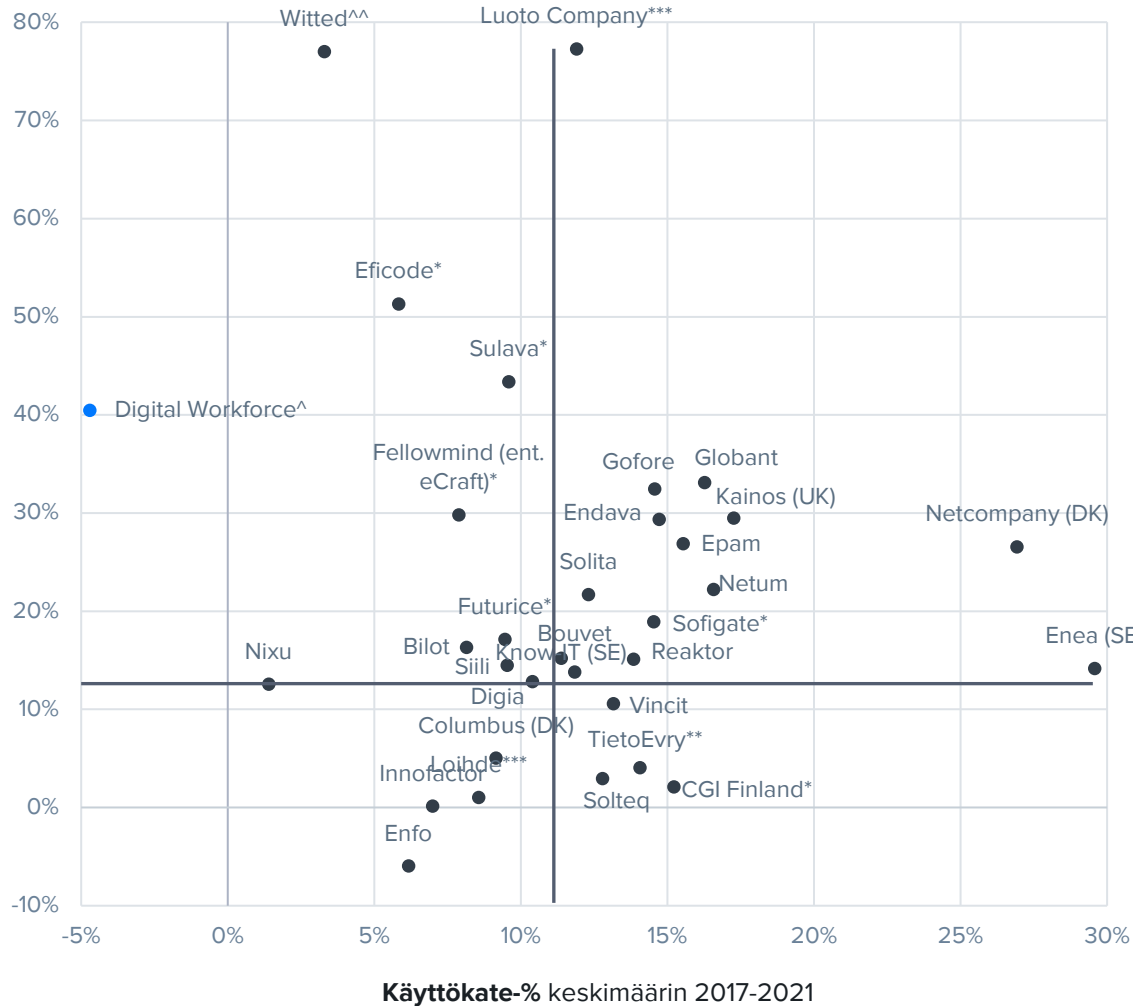
Lyhyt aikaväli

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

Kilpailukenttä 3/4

Kilpailijoiden taloudellinen kehitys

Liike-
vaihdon
kasvu,
2017-2021,
CAGR %



Lähde: Inderes, yhtiöt

*vuodet 2016-2020

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

***Vuodet 2018-2021

^Käyttökate-% -10,7 % ja ^^kasvu 102 %

Luvut sisältävät IFRS 16 -muutoksen vuodesta 2019 lähtien



Kilpailukentän profiili



Tähdet

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

Kasvajat

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

Tulokoneet

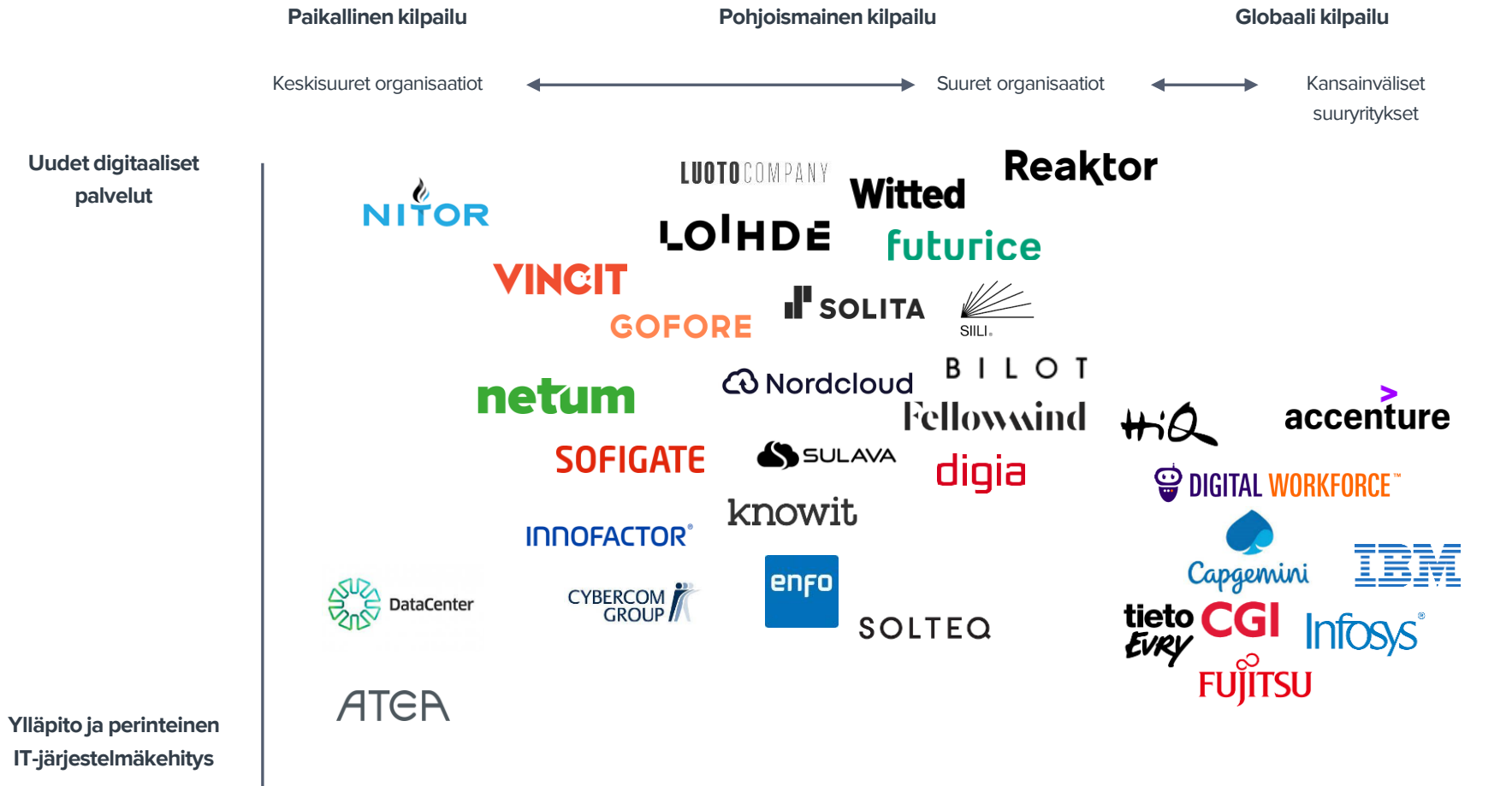
- Yhtiöitä, joiden asiakkailla korkeat vaihdon kustannukset esimerkiksi räätälöityjen ohjelmistoratkaisuiden myötä
- Kannattavuutta optimoitu osin kasvun kustannuksella

Käänneyhtiöt

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

Kilpailukenttä 4/4

Suomen markkinarakenne asiakaskoon ja palvelualuekohtaisen asemoitumisen perusteella



Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

Suositushistoria (>12 kk)

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

Tuotetut raportit on tarkoitettu informatiiviseen käyttöön, joten raportteja ei tule käsittää tarjoukseksi tai kehotukseksi ostaa, myydä tai merkitä sijoitustuotteita. Asiakkaan tulee myös ymmärtää, että historiallinen kehitys ei ole tae tulevasta. Tehdessään päätöksiä sijoitustoimenpiteistä, asiakkaan tulee perustaa päätöksensä omaan tutkimukseensa, sekä arvioonsa sijoituskohteen arvoon vaikuttavista seikoista ja ottaa huomioon omat tavoitteensa, taloudellinen tilanteensa sekä tarvittaessa käytettävä 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 osavuositarkastusten 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 arvonmäärittämenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi. Käytettävät arvonmäärittämenetelmät ja tavoitehinnan perusteet ovat aina yhtiökohtaisia ja voivat vaihdella merkittävästi riippuen yhtiöstä ja (tai) toimialasta.

Inderesin suosituspolitiikka perustuu seuraavaan jakaamaan 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 yhtiössä. Inderes Oy voi omistaa seuraamiensa kohdeyhtiöiden osakkeita ainoastaan siltä osin, kuin yhtiön oikeaa rahaa sijoitavassa mallisalkussa on esitetty. Kaikki Inderes Oy:n omistukset esitetään yksilöitynä mallisalkussa. Inderes Oy:llä ei ole muita omistuksia analyysin kohdeyhtiöissä. Analyysin laiteen analyytikon palkitsemista ei ole suoralla tai epäsuoralla tavalla sidottu annettuun suositukseen tai näkemykseen. Inderes Oy:llä ei ole investointipankkiliikeytoimintaa.

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

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
14.5.2022	Lisää	4,50 €	3,85 €

Inderesin tehtävä on yhdistää pörssiyritykset ja sijoittajat. Tuotamme laadukasta analyysiä ja sisältöjä laajan sijoittajayhteisöömme 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 analyysia osoitteessa [inderes.fi](https://www.inderes.fi)



STARMINE
ANALYST AWARDS
FROM REFINITIV



THOMSON REUTERS
ANALYST AWARDS



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



Mikael Rautanen
2014, 2016, 2017, 2019



Sauli Vilén
2012, 2016, 2018, 2019, 2020



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



Petri Kajaani
2017, 2019, 2020



Joni Grönqvist
2019, 2020



Erkki Vesola
2018, 2020



Petri Gostowski
2020



Atte Riikola
2020



Olli Koponen
2020

**Analyysi kuuluu
kaikille.**