

Loihde

Sijoitustutkimus

27.09.2021 18.40



Joonas Korkiakoski
+358 40 182 8660
joonas.korkiakoski@inderes.fi

✓ Inderes Yhtiöasiakas

inde
res.

TÄRKEITÄ TIETOJA LUKIJALLE

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Mahdollisuuksien moniottelija

Viimeisten vuosien aikana Lohde on toteuttanut useita rakennejärjestelyjä. Nämä liikkeet ovat järkevöittäneet toiminnan fokusta, luoneet edellytykset terveelle orgaaniselle kasvulle ja tehneet taseesta erittäin vahvan. Mielestämme yhtiön pidemmän aikavälin arvonluontimahdollisuudet ovat mielenkiintoisia, vaikka nykyisten liiketoimintojen välisten yhteispelien rakentaminen onkin vielä lähtökuopissaan.

Turvallisuutta ja digitaalista kehittämistä

Lohde on kokonaisturvallisuuden ja uusien digitaalisten palveluiden toimittamiseen keskittynyt yhtiö. Näin ollen konsernitarjoaman kulmakivet muodostuvat erilaisista fyysisen turvallisuuden ja kyberturvan ratkaisuksista — esimerkiksi kameravalvonnasta, tietoturvakonsultoinnista ja identiteetin hallinnasta — sekä digitaalisen liiketoiminnan asiantuntijapalveluista kuten ohjelmistokehityksestä ja data-analytiikasta. Kokonaisuudessaan Loihteen palvelupertuaari on hyvin laaja ja toimituskyky itsenäisten liiketoimintojen summaa suurempi. Pitkän aikavälin arvonluontia ajatellen pidämme juuri palvelutarjoaman monipuolisuutta ja eri liiketoimintojen välisten osaamisen hyödyntämisiä yhtiön kiinnostavimpina ominaisuuksina. Arviomme mukaan nämä tekijät kohentavat suhteellista kilpailuasemaa, avaavat houkuttelevia ristiinmyyntimahdollisuuksia ja parantavat edellytyksiä aidosti strategisten yhteistyösuhteiden solmimiselle. Olennaisimmat haasteet taas liittyvät mielestämme tulospotentiaalia rajoittavan hallintomallin skaalaamiseen sekä osaajakilpailussa pärjäämiseen.

Digitaalinen transformaatio kasvun kärkijurina

Loihteen liiketoimintojen pidemmän aikavälin kasvunäkymät ovat hyviä. Erilaiset toimijat hakevat enenevässä määrin omiin operaatioihinsa niin tuottavuusloikkia kuin uusia ansaintamahdollisuuksiakin uusia digitaalisia ratkaisuja hyödyntämällä. Samaan aikaan nämä toimijat pyrkivät myös varmistamaan ja vahvistamaan sekä käyttöönotettujen uusien ratkaisuiden, niiden ympärillä olevien tuki-infrojen että liiketoiminnan jatkuvuuden kannalta tärkeiden fyysisten omaisuserien turvallisuutta (mm. toimi- ja tuotantotilojen mekaanisten ratkaisuiden korvaaminen). Tätä kokonaisuutta heijastellen yhtiön kasvun kannalta keskeisin yksittäinen ajuri voidaan mielestämme perustellusti tiivistää digitaaliseen transformaatioon ja sen etenemiseen. Loihteen strategisina tavoitteina on yltää mahdolliset yritysostot huomioiden yli 10 % keskimääräiseen vuotuiseseen kasvuun ja IFRS-standardiin käännettynä yli 10 % käyttökatteeseen (FAS-standardissa vähintään noin 6-7 %). Mielestämme asetetut tavoitteet ovat realistisia, joskin niihin yltäminen vaatii yhtiöltä onnistumisia uusien osajien hankkimisessa, liiketoimintojen välisten synergia potentiaalien realisoimisessa sekä konsernitason kulutehokkuuden nostamisessa.

Käypä arvo haarukoitu tulos- ja kassavirtaperusteisesti

Loihteen arvoa on järkevintä lähestyä tulos pohjaisten kertomien kautta. Koska yhtiön tase on äärimmäisen vahva, nettokassa valtava ja kiinteät investointitarpeet pieniä, pidämme nämä muuttujat huomioivia oikaistuja EV/EBITDA- ja EV/EBIT-kertoimia käyttökelpoisimpina mittareina. Nykyinen kehitysvaihe ja muut rakenteelliset tekijät huomioiden hyväksyttävät absoluuttiset arvostustasot tarkoittavat mielestämme EV/EBITDA-kertoimella katsottuna 8x-10x ja EV/EBIT-kertoimella vastaavasti 10x-12x välejä. Suhteellisesti puollamme puolestaan pientä alennusta. Näitä lähtökohtia, ensi vuodelle ennakoimaamme tulostasoa sekä DCF-mallilla hahmottelemaamme pidempää potentiaalia heijastellen osakkeen käyvän arvon haarukka asettuu 15,70-20,10 euroon.

Arvostus

Inderesin arvio osakkeen käyvästä arvosta ennen First North -listautumista

15,70-20,10 EUR

Avainluvut

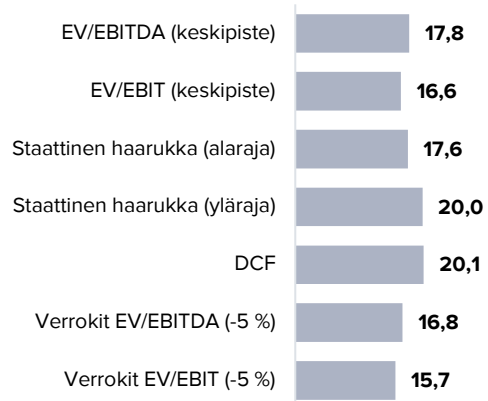
	2020	2021e	2022e	2023e
Liikevaihto	101,0	107,5	118,2	125,9
kasvu-%	3 %	6 %	10 %	6 %
EBIT oik.	4,1	3,1	5,2	6,0
EBIT-% oik.	4,1 %	2,9 %	4,4 %	4,8 %
Nettotulos	-4,2	1,9	-1,0	-0,3
EPS (oik.)	0,38	0,65	0,82	0,93

Ohjeistus

(Ennallaan)

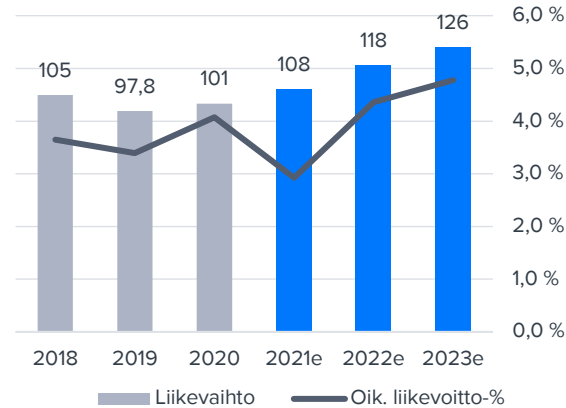
Vuonna 2021 Lohde odottaa Digitaalisen kehittämisen jatkuvien toimintojen liikevaihdon kasvavan. Turva-liiketoiminnassa liikevaihdon odotetaan pysyvän edellisen vuoden tasolla tai kasvavan maltillisesti. Konsernin oikaistun käyttökatteen arvioidaan jäävän edellisvuodesta.

Arvonmäärityksen yhteenveto (per osake)



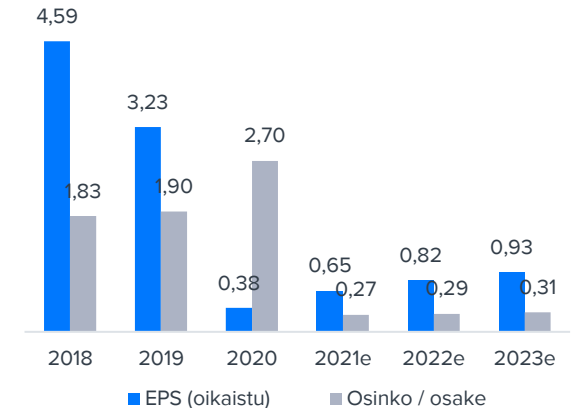
Lähde: Inderes

Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes



Arvoajurit

- Kohdemarkkinoiden kysyntäajurit ovat vahvoja ja pidemmän aikavälin kasvunäkymät hyviä
- Laaja kokonaistarjoama vahvistaa edellytyksiä strategisten kumppanuuksien solmimiselle
- Ristiinmyyntisynergioiden tunnistaminen ja tehokas realisoiminen
- Kannattavuustason nosto
- Yritysjärjestelyt



Riskitekijät

- Kasvun hallitseminen ja osajakilpailussa pärjääminen
- Liiketoimintojen jääminen itsenäisiksi tulosyksiköiksi ja synergia potentiaalın ulosmittaamisen kariutuminen
- Kilpailukentän rakenteelliset muutokset
- Uudistumiskyvyn heikkeneminen
- Yritysjärjestelyjen epäonnistuminen

Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	6-14
Sijoitusprofiili	15-18
Toimiala ja kilpailu – Turva	19-25
Toimiala – Digitaalinen kehittäminen	26-30
Kilpailu – Digitaalinen kehittäminen	31-33
Strategia	34-35
Taloudellinen tilanne	36-38
Ennusteet	39-43
Arvonmääritys	44-48
Vastuuvapauslauseke	49

Loihde lyhyesti

Loihde on erilaisten digitaalisten palveluiden ja kokonaisvaltaisten turvallisuusratkaisuiden toimittamiseen erikoistunut yhtiö

2021

Tekninen listautuminen

71,2 MEUR / 32,2 MEUR

Turva / Digitaalisen kehittämisen jatkuvat toiminnot 2021 (TTM)

2,7 %

Oikaistu EBITA 2021 (TTM)

25 % / 75 %

Jatkuvien palveluiden / projektitoiminnan osuus liikevaihdosta

80 %

Omavaraisuusaste H1'21:n lopussa

754

Henkilöstö H1'21:n lopussa

714

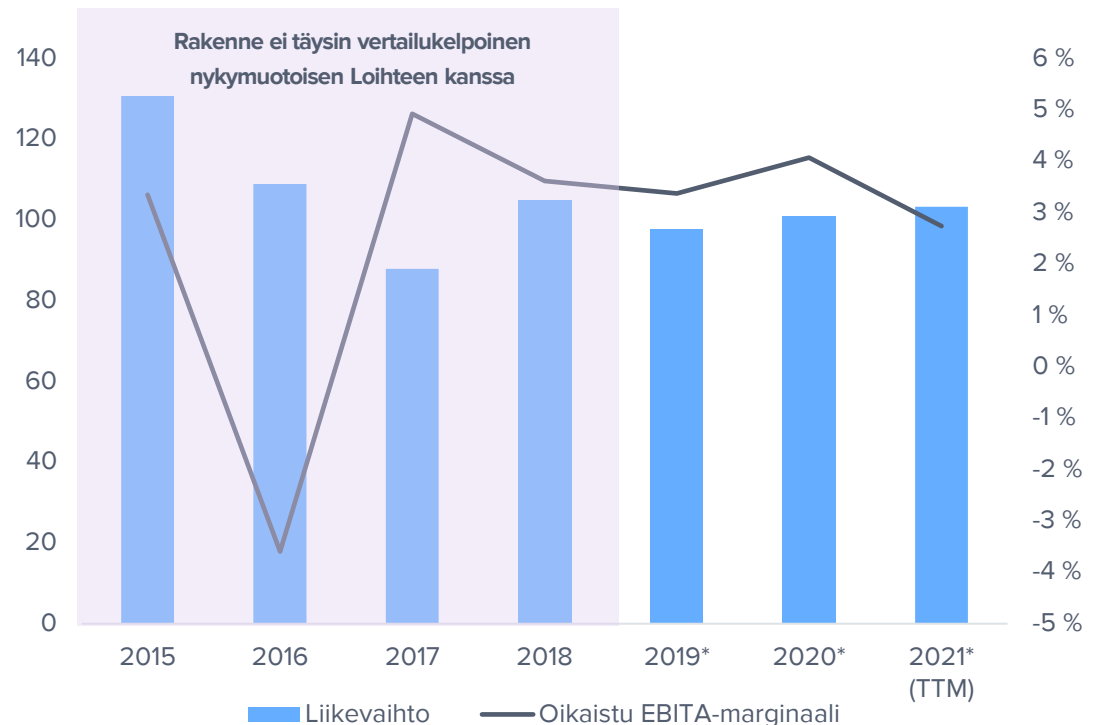
Henkilöstö keskimäärin 2021 (TTM)

Vuodet 2015-2017

- Vuonna 2016 merkittävä rakennejärjestely ja luopuminen telecom-liiketoiminnasta
- Järjestelyn seurauksena nykyisestä Turva-liiketoiminnasta konsernin runko
- Digitaalisen kehittämisen liiketoiminnalle luodaan perustaa tekemällä vähemmistösjoiutus tuolloiseen Aureolikseen

Vuodet 2018-2021

- Rakenteisiin kuulumattomista liiketoiminnoista luovutaan ja ydintä vahvistetaan sopivilla yritysostoilla
- Vuonna 2021 toteutetaan laaja-alainen brändiuudistus
- Fokus siirtyy itsenäisistä yhtiöistä konsernitason täyden potentiaalin ulosmittamiseen



*Jatkuvat toiminnot

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 1/7

Yhtiökuvaus

Kokonaisturvallisuutta ja digitaalista kehittämistä

Loihteen juuret ovat vuodessa 1882 ja paikallisessa puhelinyhtiötoiminnassa. Erilaisten vaiheiden ja useiden rakenteellisten järjestelyjen jälkeen Loihteesta on muotoutunut sekä kokonaisturvallisuuden toimittamiseen että uusien digitaalisten ratkaisuiden kehittämiseen keskittynyt palveluyhtiö. Näin ollen Loihteella ei ole omia tuotteita. Tämä osaltaan rajaa liiketoimintojen pidemmän aikavälin skaalautuvuuksia, mutta toisaalta poistaa tuoteliiiketoimintoihin aina kiinteästi liittyvät teknologiariskit.

Loihteen varsinaisen tarjoaman kulmakiviä ovat erilaiset fyysisen turvallisuuden ja kyberturvan ratkaisut — esimerkiksi kameravalvonta, tietoturvakonsultointi ja identiteetin hallinta — sekä digitaalisen liiketoiminnan asiantuntijapalvelut kuten räätälöity ohjelmistokehitys ja data-analytiikka. Konsernitasolla tarjoama on laaja ja samalla useisiin erilaisiin arvoketjuihin levittyvä. Laaja tarjoama ja palveluiden teknologiariippumattomat luonteet vahvistavat konsernin kokonaiskilpailukykyä suhteessa kapeammilla osaamiskärjillä ja / tai tietyissä teknologiaperheissä kiinni oleviin toimijoihin.

Asiakkaiden näkökulmasta Loihteen tarjoama voidaan tiivistää kolmeen ydinkysymykseen: 1) miten varmistaa liiketoimintojen kokonaisturvallisuus, 2) miten ratkaista liiketoimintojen ongelmia dataa hyödyntävillä ja luonteeltaan ketterillä digitaalisilla ratkaisuilla sekä

3) miten vahvistaa omaa kilpailukykyä ja luoda vanhan ympärille kokonaan uutta liiketoimintaa. Mielestämme näiden kysymysten yhteinen ison kuvan nimittäjä on digitaalinen transformaatio ja sen sisällään pitämä lisäarvo, mihin myös konsernin oma asiakaslupaus arviomme mukaan kiteytyy. Operaatioiden tasolla tämä puolestaan tarkoittaa sitä, että Loihteella on kykyä luoda asiakkailleen arvoa esimerkiksi käyttäjälähtöisten verkkopalveluiden rakentamisella, niiden tuottamien datapisteiden jatkojalostamisilla sekä liiketoimintakriittisillä ja luonteeltaan jatkuvilla CSOC-palveluilla (Cyber Security Operations Center). Juuri tarjoaman monipuolisuus ja nykyisten liiketoimintojen välisten osaamisten hyödyntäminen (mm. Loihde Trustin ja Analytysin rakentamat IoT-ratkaisut) luovat yhtiölle mielestämme terveet edellytykset aidosti strategisten yhteistyösuhteiden solmimisille. Mielestämme tässä on myös jossain määrin onnistuttu nykyisten liiketoimintojen pitkäaikaisia asiakassuhteita ja tyydyttäväksi luokiteltavia orgaanisia kasvuhistorioita heijastellen.

Loihteen pääkonttori sijaitsee Vaasassa. Suomessa konserni toimii yhteensä 22 paikkakunnalla ja Ruotsissa vastaavasti kahdella. H1'21:n lopussa yhtiössä työskenteli kaiken kaikkiaan hieman yli 750 henkilöä.

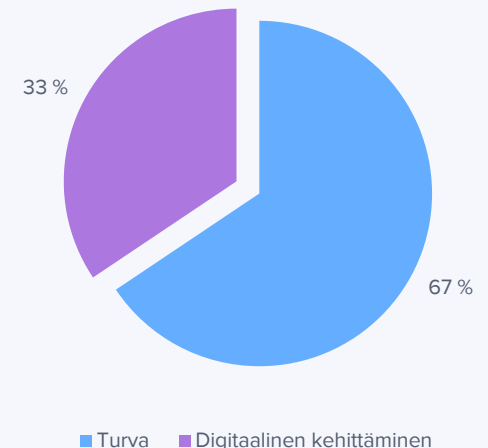
Lähes sataprosenttisesti kotimainen

Viimeisen 12 kuukauden jaksolla Loihde ylsi jatkuvilla toiminnoillaan 103 MEUR:n liikevaihtoon ja 2,7 % oikaistuun FAS-liikevoittomarginaaliin. Toimialan kontekstiin linjattuna tämä on varsin

LOIHDE

- Ydinliiketoimintana erilaisten digitaalisten palveluiden ja kokonaisvaltaisten turvallisuusratkaisuiden toimittaminen
- Turvallisuusratkaisuiden kirjo on laaja ja se kattaa ison osan sekä digitaalisen että fyysisen turvan arvoketjusta
- Digitaalisessa kehittämisessä asemoiduttu nopeasti kasvaviin uusiin digitaalisiin palveluihin (ml. data- ja analytiikka)
- Liiketoimintojen välisten osaamisten hyödyntäminen vahvistaa kokonaiskilpailukykyä

Liikevaihdon jakauma 2021 (TTM)



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 2/7

vaatimaton kannattavuustaso, vaikka fyysisen turvan liiketoiminnoista johtuen Loihteen marginaali ei täysin yhteismitallinen puhtaiden kyberturva- tai IT-palvelutalojen kanssa olekaan. Tämän lisäksi kannattavuuden vertailukelpoisuuteen oleellisesti vaikuttava tekijä on Loihteen hallinnollinen rakenne, sillä liiketoimintojen operatiivisten johtojen päälle tulee vielä konsernitaso. Arviomme mukaan nykyisen konsernihallinnon kantokyky on kuitenkin selvästi Loihteen tämänhetkistä kokoluokkaa suurempi, mitä heijastellen hallinnollisen rakenteen tulisi skaalautua liiketoiminnan kasvun alle mallikkaasti. Varsinaisten liiketoimintojen perustehokkuudet ovat sen sijaan kohtuullisia, joskin uskomme niistäkin löytyvän tavanomaisia ja esimerkiksi parhaiden käytäntöjen jakamisen ja / tai konsernin tukifunktioiden kautta tulevia viilausvaroja.

Loihde on käytännössä täysin kotimainen yhtiö, sillä arviomme mukaan vuonna 2021 (TTM) liikevaihdosta noin 98 % tuli Suomen rajojen sisäpuolelta. Lopuista tulovirroista suurin osa tulee puolestaan konsernin toimipistepeittoa mukaillen Ruotsista. Palveluyhtiölle tyypilliseen tapaan liikevaihdon maantieteellinen jakauma heijastelee pitkälti käsiparien konkreettisia sijainteja. Näin ollen Loihteen kotimarkkinapainossa ei ole mitään tavanomaisesta poikkeavaa. Myöskään riskitasoa kohottavana tekijänä Suomi-vetoisuus ei millään muotoa ole, kun huomioidaan kokonaismarkkinan valtava koko, hyvä kasvunäkymä ja liiketoimintojen monimuotoiset asiakasportfoliot.

Liiketoimintamalli

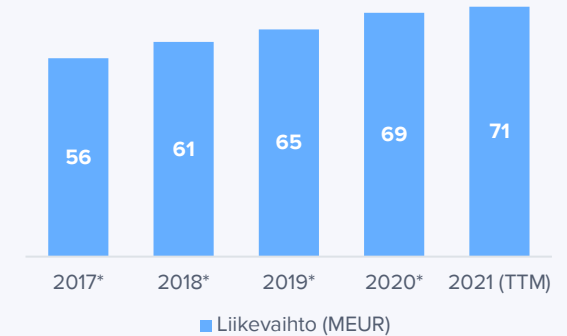
Liiketoiminnan rakenne

Loihde raportoi tuloksensa vain konsernitasolla, mutta avaa liikevaihtorivit kahden liiketoiminta-alueen kautta. Nämä alueet ja niiden ominaispiirteet ovat seuraavat:

Turva on Loihteen liiketoiminta-alueista suurin ja vuonna 2021 (TTM) se ylsi noin 71 MEUR:n liikevaihtoon. Liiketoiminta-alue rakentuu pääbrändi Loihde Trustista, jonka alla on IAM-palveluihin keskittynyt Loihde Trust Spellpoint (aik. Spellpoint) sekä muun muassa etähallinnassa vaikuttava Loihde Trust Tansec (aik. Tansec).

Turva-liiketoiminnan kantava ajatus tiivistyy yhteen turvallisuuteen, sillä Loihteella on kyvykkyyttä tarjota asiakkailleen kokonaisvaltaista ja sekä fyysisen että kyberturvallisuuden osa-alueet yhdistävää palvelua. Operatiivisesti Turvan liiketoiminnot on mahdollista jakaa neljään isompaan palvelukokonaisuuteen: kyberturvaan, IT-infraan, turvateknologiaan ja rakenteelliseen turvaan. Kyberturva kattaa nimensä mukaisesti kaikki ne palvelut, joilla Loihde pyrkii tekemään asiakkaiden sähköisistä ja liiketoiminnoille tärkeistä järjestelmistä turvallisia. Konkreettisia ratkaisuita tällä saralla ovat muun muassa päätelaitesuojaus, offensiivinen tietoturva, identiteetinhallinta sekä viimeisen parin vuoden aikana omien kohdennettujen investointien myötä päätään nostanut CSOC-kyberturvakeskus.

Arviomme mukaan kyberturvaan panostaminen on yksi Turva-liiketoiminnan strategisista



*Nykyisten toimittajabrändien havainnollistava liikevaihto

Toimittajabrändit

LOIHDE
TRUST

spellpoint

TANSEC

Nykyisin Loihde Trust -pääbrändin alla

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 3/7

painopistealueista. Mielestämme tämä on viisasta, kun huomioidaan jatkuvasti kasvava digitalisaatioaste, nousevat kyberturvallisuuden uhkakuvat ja näistä tekijöistä muodostuva hyvä pidemmän aikavälin kasvukaista. Kyberturvassa oman kilpailukyvyyn kannalta keskeiset tekijät liittyvät arviomme mukaan vahvan teknologisen osaamisen sekä ketterän toimituskyvyn duon.

Koska kyberturvamarkkina on vielä varsinaiselta kehitysvaiheeltaan melko nuori, ei asiakkailla välttämättä aina ole optimaalista ymmärrystä siitä, mitä ostaa ja keneltä tarpeisiin sopivat ratkaisut tulisi hankkia. Tätä heijastellen myös oma myyntiosaaminen ja maine ovat tärkeitä tekijöitä kyberturvan puolella pärjäämisessä. Arviomme mukaan brändin tuoma hinnoitteluvoima onkin tällä saralla perinteistä IT-konsultointia parempi. Kyberturvapalveluiden liiketoimintakriittiset ja vankat luottamussiteet vaativat luonteet tekevät puolestaan asiakassuhteista pitkäkestoisia. Käsittelemme mukaan Lohteen oma kyberturvan bränditunnettuus on tällä hetkellä kohtuullinen.

IT-infran palvelukokonaisuus taas kattaa erilaisia tietoverkkojen suojaamiseen ja rakentamiseen liittyviä ratkaisuita kuten verkkoinfrastruktuurin valvontaa ja arkkitehtuurisuunnittelua. Asiakkaan näkökulmasta IT-infra itsessään luo usein perustan koko organisaation toiminnalle. Varsinaisten tietoliikenneyhteyksien tasolla erottautuminen on arviomme mukaan kuitenkin vaikeaa, mikä korostaa operaattoririippumattomuutta, asiantuntijoiden korkeaa teknistä osaamistasoa sekä kokonaistarjoaman laajuutta keskeisinä

kilpailukyvyyn ajureina. Näkemyksemme mukaan Lohde ei näiden elementtien osalta ole ainakaan suhteellisella takamatkalla.

Turvateknologia ja rakenteellinen turva puolestaan koostuvat niin omaisuuden kuin henkilöiden turvaamiseenkin tähtäävistä palveluista. Esimerkkejä tästä fyysisen turvan tarjoamasta ovat muun muassa lukitusjärjestelmät, etä- ja kulunvalvonnat sekä oviautomaatiikat. Arviomme mukaan nämä toiminnot tuovat yhteensä yli 50 % koko Turvan liikevaihdosta. Näkemyksemme mukaan fyysisen turvan toiminta on luonteeltaan alueellista, ja näissä liiketoiminnoissa korkeisiin volyymeihin yltäminen vaatiikin käytännössä valtakunnallisen toimipisteverkon tai erittäin vahvan paikallisen markkina-aseman. Lohteen maantieteellinen toimintasäde on laaja, minkä perusteella arviomme näiden toimintojen kilpailukykyjen olevan hyvillä tolilla. Toimintojen jakelupainotteisempia luonteita (ts. toimitetaan päämiehen omistamaa teknologiaa) mukaillen näiden katetaso on arviomme mukaan kuitenkin jonkin verran muita palvelualueita matalampi.

Pidempää aikaväliä ajatellen pidämme Turva-liiketoiminnan muodostamaa kokonaisuutta mielenkiintoisena, sillä käsittelemme mukaan tarjoaman syvyys on Suomen mittakaavassa lähellä ainutlaatuisia. Tämän ja erilaisten ratkaisukärkien tulisikin edesauttaa Lohdetta uusien asiakkaiden hankkimisessa — asiakkaaseen voidaan mennä sisään useilla eri kulmilla — ja toisaalta luoda hyvää pintaa myös asiakkaiden sisällä tapahtuville ristiinmyynneille.



Valikoituja asiakasreferenssejä



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 4/7

Ristiinmyynnistä ja kokonaisvaltaisena palvelutalona olemisesta tulevia mahdollisuuksia korostaa mielestämme vielä entisestään Loihteen asiakasportfolio, joka käsityksemme mukaan painottuu keskisuuriin / suuriin toimijoihin ja koostuu siten sekä monipuolisten että teknologisesti vaativampien ratkaisutarpeiden yhtiöistä. Rakenteeltaan liiketoiminta-alueen asiakasportfolio on puolestaan laaja ja keskeisimmät asiakassuhteet monivuotisia.

Digitaalinen kehittäminen on toinen Loihteen liiketoiminta-alueista ja vuonna 2021 (TTM) sen jatkuvien toimintojen kerryttämä liikevaihto oli noin 32 MEUR (mukana vain kuukausi Lohde Advisorya). Liiketoiminta-alue rakentuu kolmesta toimittajabrändistä, jotka ovat: 1) muun muassa räätälöityä ohjelmistokehitystä ja palvelumuotoilua tarjoava Lohde Factor 2) datan ja analytiikan palvelualueille asemoitunut Lohde Analytics sekä 3) esimerkiksi digistrategian suunnittelussa vaikuttava Lohde Advisory.

Digitaalisen kehittämisen alla on luonteeltaan erilaisia liiketoimintoja kuten esimerkiksi elinkaarien alkupäihin osuvia digitaalisten ratkaisutarpeiden esiselvityksiä sekä laaja-alaisempia ja useampia osaamisalueita yhdistäviä kokonaistoimituksia. Käytännössä Digitaalisen kehittämisen operaatiot ovat aina asiakaskohtaisesti räätälöityjen palveluiden toimittamista. Tätä logiikkaa heijastellen oman kilpailukyvyn kannalta keskeisessä asemassa olevia tekijöitä ovatkin mielestämme sekä erilaisten teknologioiden ja osa-alueiden

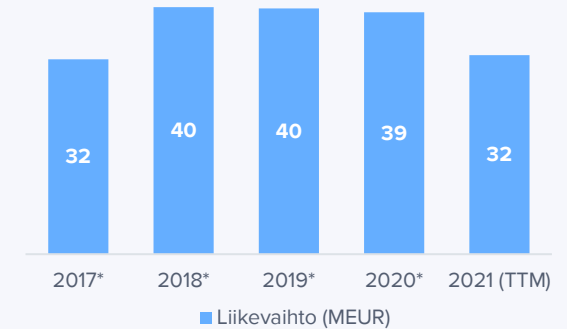
hallitseminen että asiakkaiden liiketoimintatarpeiden syvä ymmärtäminen. Erityisesti jälkimmäistä elementtiä pidämme aidosti strategisten yhteistöiden ja sitä kautta pitkäkestoisten asiakassuhteiden luomisen kannalta kriittisenä. Tämän osaamisen hallitsemista korostaa entisestään se, että pidämme pelkällä teknisellä taituruudella erottautumista / kestävästi asiakasarvon luomista vaikeana harjoituksena.

Digitaalisen kehittämisen tulovirrat ovat projektinomaisia ja asiakkaiden digitaalisten investointiaktiiviteettien ohjaamia. Tätä mukaillen niiden perusluonteissa on automaattisesti tiettyä syklistä, joskin asiakassuhteet ovat yleensä pitkäkestoisia. Loihteen toimittamien yksittäisten sovellusten ansaintoihin pientä luontaista jatkuvuutta saadaan näkemyksemme mukaan myös tarjoaman sisältämistä ylläpitopalveluista. Pidemmällä aikavälillä Loihteen on arviomme mukaan mahdollista ja myös perusteltua hyödyntää koko liiketoiminta-alueen osaamisrepertuaaria ja pyrkiä siten rakentamaan osiensa summaa suuremman kokonaisuuden kautta ansaintoihin pistemäisten toimitusten yli meneviä arvokkaita (ja strategisia) ulottuvuuksia. Tällaisia yhteistoimitusmalliin perustuvia liikkeitä on viimeisen vuoden aikana myös tehty. Konkreettinen esimerkki tästä on Lohde Analyticsin, Factorin ja Advisoryn muodostama Lohde Digital -asiantuntijaverkosto.

Käsityksemme mukaan Digitaalisen kehittämisen asiakasportfolio on asiakkaiden lukumäärällä katsottuna rikas. Myös alla olevien



Digitaalinen kehittäminen



*Nykyisten toimittajabrändien havainnollistava liikevaihto 2021 (TTM) mukana vain kuukausi Lohde Advisorya

Toimittajabrändit

LOIHDE
FACTOR

LOIHDE
ANALYTICS

LOIHDE
ADVISORY

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 5/7

teollisuudenalojen kirjo on runsas, sillä liiketoiminnat operoivat muun muassa finanssialan, terveydenhuollon, energiasektorin sekä prosessiteollisuuden asiakkaiden kanssa. Näin ollen liiketoiminta-alue ei kannata oleellisia asiakas- tai toimialatason riskikeskittymiä. Kokoluokaltaan asiakkaat ovat pääosin keskiuuria ja suuria yrityksiä, kun taas julkisen sektorin osuus liiketoimintojen tulovirroista on käsityksemme mukaan vielä pieni. Tämä on jokseenkin loogista sekä julkisen sektorin hankintaprosessien erilaiset luonteet että nykyisten liiketoimintojen yksityiseen sektoriin linkittyvät toimintahistoriat huomioiden.

Toimialan kasvualueisiin suhteutettuna liiketoimintojen asemoitumiset ovat mielestämme erittäin järkeviä etenkin, kun niitä tarkastellaan koko konsernitason tarjoaman kautta. Yhteiskunnan digitalisoituessa ja yleisen digitalisaatioasteen kasvaessa myös asiakkaiden prosessien tuottamat datamäärät kasvavat. Tämän tulisi arviomme mukaan painottaa juuri datan hallintaan ja tiedolla johtamiseen liittyvien kyvykkyyksien merkitystä. Näiden tekijöiden pitäisi puolestaan heijastua kasvaneiden turvallisuushkien (ml. fyysinen turva) perässä myös Turva-liiketoiminnan ratkaisuiden puolelle. Tätä dynamiikkaa ja konsernitason syvyyttä mukaillen pidämme Digitaalisen kehittämisen itsenäisiä, mutta sen kautta myös koko konserniin tulevia, pidemmän aikavälin mahdollisuuksia hyvin houkuttelevina (ml. konsernin sisäisten kehityshankkeiden tehokkaampi toteuttaminen).

Investointi- ja asiantuntijamyyntiä

Koska Lohdeella ei ole omaa tuoteliiketoimintaa, on yhtiö puhdas korkean tason ja erilaisilla toimitusmalleilla operoiva asiantuntijatalo. Suurin osa liiketoiminnasta on laitteiden / investointien kertatoimittamista sekä tuntipohjaiseen laskutukseen perustuvaa osaajaresurssien myyntiä. Tuntilaskutteiseen malliin keskittyminen on mielestämme järkevä valinta, sillä tällöin kiinteähintaisiin projekteihin liittyvät riskit jäävät käytännössä kokonaan pois. Tuntilaskutteisessa maailmassa myös hintapaineet ovat arviomme mukaan kiinteähintaista ympäristöä matalammat, mikä omalta osaltaan tukee Lohdeen tekemien valintojen järkeyttä.

Lohdeen liikevaihtovirrat pohjautuvat tyypillisesti asiakkaiden kanssa solmittuihin puitesopimuksiin. Yhtiön yksityiselle sektorilla vahvasti painottuvaa asiakasportfoliota mukaillen näiden sopimusten rakenteet ovat pääasiallisesti lyhyitä, mutta sisällöltään joustavia. Julkisen puolen asiakkuuksissa tilanne taas on päinvastainen, sillä sopimukset ovat pitkiä ja hankintalain asettamista raameista johtuen sisällöltään tarkoin määriteltyjä. Täten luonteeltaan dynaamisemmat yksityisen sektorin asiakkaat voivat tuoda nopeammin realisoitavissa olevia kasvumahdollisuuksia, kun taas julkinen sektori tuo liiketoimintaan lähtökohtaisesti pidempää ja siten parempaa asiakastason näkyvyyttä.

Kaiken kaikkiaan Lohdeen tulovirroista noin 25 % on luonteeltaan jatkuvia palveluita ja noin 75 % perinteisiä projektitoimituksia. Valtaosa jatkuvista



Digitaalinen kehittäminen



Valikoituja asiakasreferenssejä

UNJS

OPTOMED

ÖURA

TALENOM

Coronaria®



VR

fortum

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 6/7

tulovirroista tulee arviomme mukaan Turva-liiketoiminnan alta, joskin myös Digitaalisesta kehittämisestä löytyy pieniä jatkuvia palasia. Jatkuvien palveluiden osuuden kasvattaminen on Loihteelle tärkeä prioriteetti, mikä on perusteltua niiden tuomat vakaudet ja ennustettavuudet huomioiden. Myös asiakaspidon näkökulmasta jatkuviin palveluihin panostaminen on loogista, sillä käsityksemme mukaan nämä ratkaisut kohdistuvat yleensä asiakkaiden liiketoimintojen kannalta kriittisille ja siten korkeampia vaihdon kustannuksia kohtaaville alueille.

Henkilöstö avainasemassa

Loihteen liiketoimintojen ansaintamallit ovat toimialojen konteksteissa perinteisiä. Tätä ja asiantuntijaorganisaation perusluonnetta heijastellen ansaintamallin toimivuutta määrittääkin pitkälti omiin käsipareihin liittyvät tekijät kuten erilaisten osaajaprofiilien löytäminen ja motivoiminen sekä uusien sisäisten kyvykkyyksien rakentaminen.

Arviomme mukaan asiantuntijataloissa pelkällä palkalla motivoiminen on tietyn kynnyksen jälkeen vaikeaa. Täten pidämme muun muassa toimintakulttuuria ja mielekkäitä asiakasprojekteja henkilöstön sitoutumiseen olennaisimmin vaikuttavina tekijöinä. Käsityksemme mukaan Loihteen henkilöstötyytyväisyys on viime vuosina ollut kohtuullisella tasolla, eikä osaajien vaihtuvuuskaan ole toimialojen normeista poikennut. Tämä antaa tiettyä osviittaa siitä, että yhtiö on historiallisesti kyennyt olemaan houkutteleva koti erilaisille osaajaprofileille.

Arviomme mukaan Loihde voi haastavassa osaajamarkkinassa löytää tiettyä erottautuvuutta myös konsernitason laajasta tarjoamasta ja sen mahdollistamista monipuolisista uravaihtoehdoista (ml. erilaiset palkkausmallit).

Varsinaisten omien resurssiensa lisäksi Loihteen liiketoiminnat hyödyntävät pienissä määrin myös kumppaniverkostoja. Tämä on palveluyhtiöille hyvin tyypillinen ohjaustapa ja sen keskeisimmät hyödyt liittyvät parempaan joustokykyyn sekä oman talon ulkopuolisten resurssien hyödyntämiseen. Keskeisimmät haasteet liittyvät puolestaan kumppanien laadun varmistamiseen.

Kulurakenne ei skaalaudu

Loihteen kulurakenne on henkilöintensiiviselle liiketoiminnalle tavanomainen. Arviomme mukaan kustannuksista noin 75 % on kiinteitä ja vastaavasti noin 25 % muuttuvia. Kiinteiden kuluja tasoa selittävät liiketoimintojen ansaintamallit ja konsernin hallintorakenne, jotka sitovat varsin paljon kiinteäpalkkaisia henkilöresursseja.

Palveluliiketoiminnassa kasvaminen vaatii tietyn pisteen jälkeen aina lisäkäsiin investoimista ja yleensä näitä investointeja on toteutettu etupainotteisesti. Näin ollen liikevaihdon kasvu ei varsinaisten liiketoimintojen osalta skaalaudu erityisen hyvin ilman laskutusasteiden oleellista nousuvaraa, vaikka kulurakenteen yleisille kiinteä onkin. Tämä kasvun ja kulupuolen välinen dynamiikka heijastuu luonnollisesti myös lyhyen tähtäimen tulostasoon, sillä uusien työntekijöiden laskutusasteiden kohoaminen hyville tasoille ei ole välitöntä. Laskutusasteiden muutoksista tuleva

vipu toimii tulosmielessä myös toiseen suuntaan. Täten laskevan liikevaihdon ympäristössä katetasojen puolustaminen voi olla vaikeaa. Loihteen liiketoimintojen kysyntänäkymät ovat kuitenkin terveitä, kilpailukyvyt riittäviä ja alla on kohtuullinen määrä jatkuvia tulovirtoja. Tätä taustaa vasten pidämme todennäköisempänä, että lyhyen tähtäimen tulostasoa painavat enemmänkin omat taktiset / strategiset valinnat kuin liikevaihtovirtojen äkilliset muutokset.

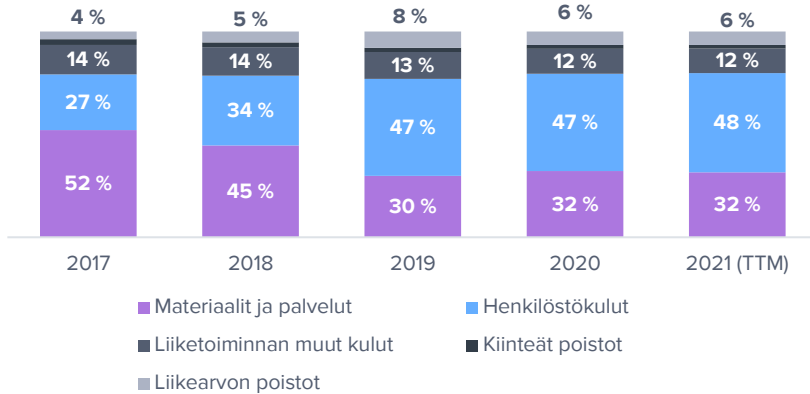
Operatiiviset pääomatarpeet eivät ole hirmuisia

Loihteen liiketoimintojen ansaintamalleja seuraten tärkeimmät omaisuuserät ovat henkilöstössä kiinni olevat osaamiset ja kyvykkyydet. Täten kiinteitä pääomatarpeita ei juuri ole. Myös vuotuiset orgaaniset investointitarpeet (pl. rekrytoinnit) ovat arviomme mukaan maltillisia ja ne liittyvät pääosin sekä uusien palveluiden rakentamiseen että muihin sisäisiin kehityshankkeisiin. Historiallisesti kiinteän omaisuuden (ilman vuokravastuita) osuus liikevaihdosta onkin ollut noin 9 % tuntumassa. Nettokäyttöpääomankin kannalta Loihteen toiminta on varsin kevyttä, sillä historiallisesti nettokäyttöpääoman tarve on ollut noin 14 % liikevaihdosta.

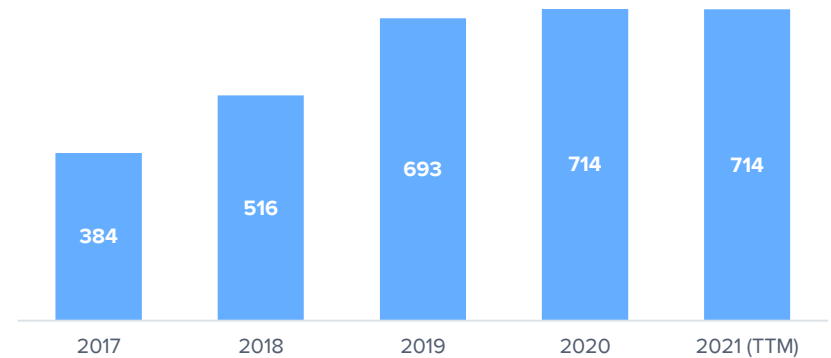
Kokonaisuudessaan liiketoiminnan pääomakeveä luonne on positiivista, sillä omaisuuserien tehokkaat käytöt luovat yhtiölle hyvän lähtökohdan tyydyttävän vapaan kassavirran tekemiselle verrattain matalasta marginaalitasosta huolimatta. Tämä puolestaan tukee Loihteen rakenteellista velankantokykyä ja tuo vaihtoehtoja pääoman omistaja-arvoa luovalle allokoinnille.

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 7/7

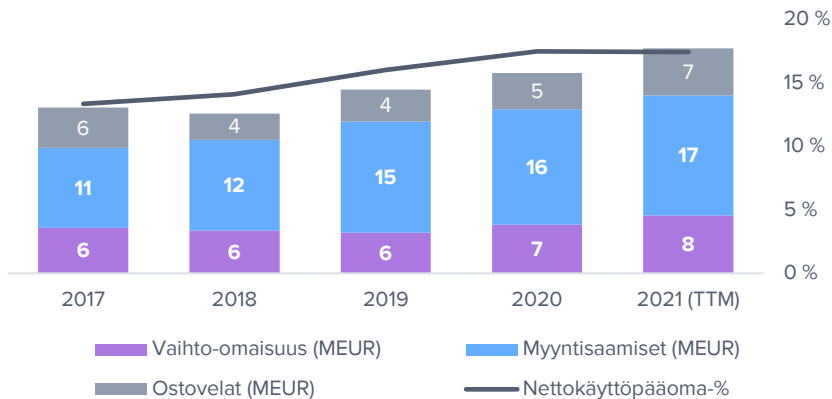
Kustannusrakenteen kehitys



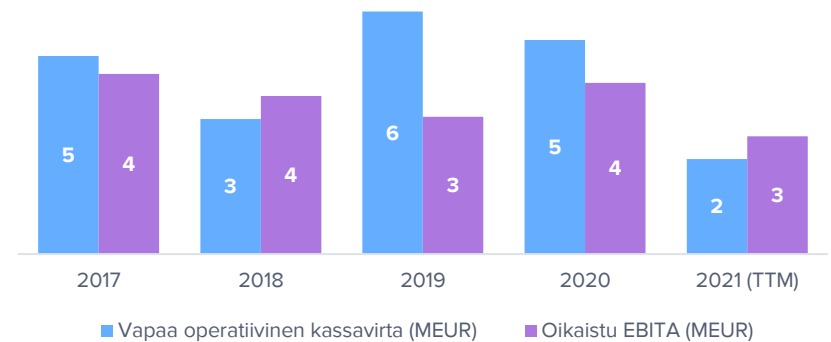
Keskimääräisen henkilöstömäärän kehittyminen



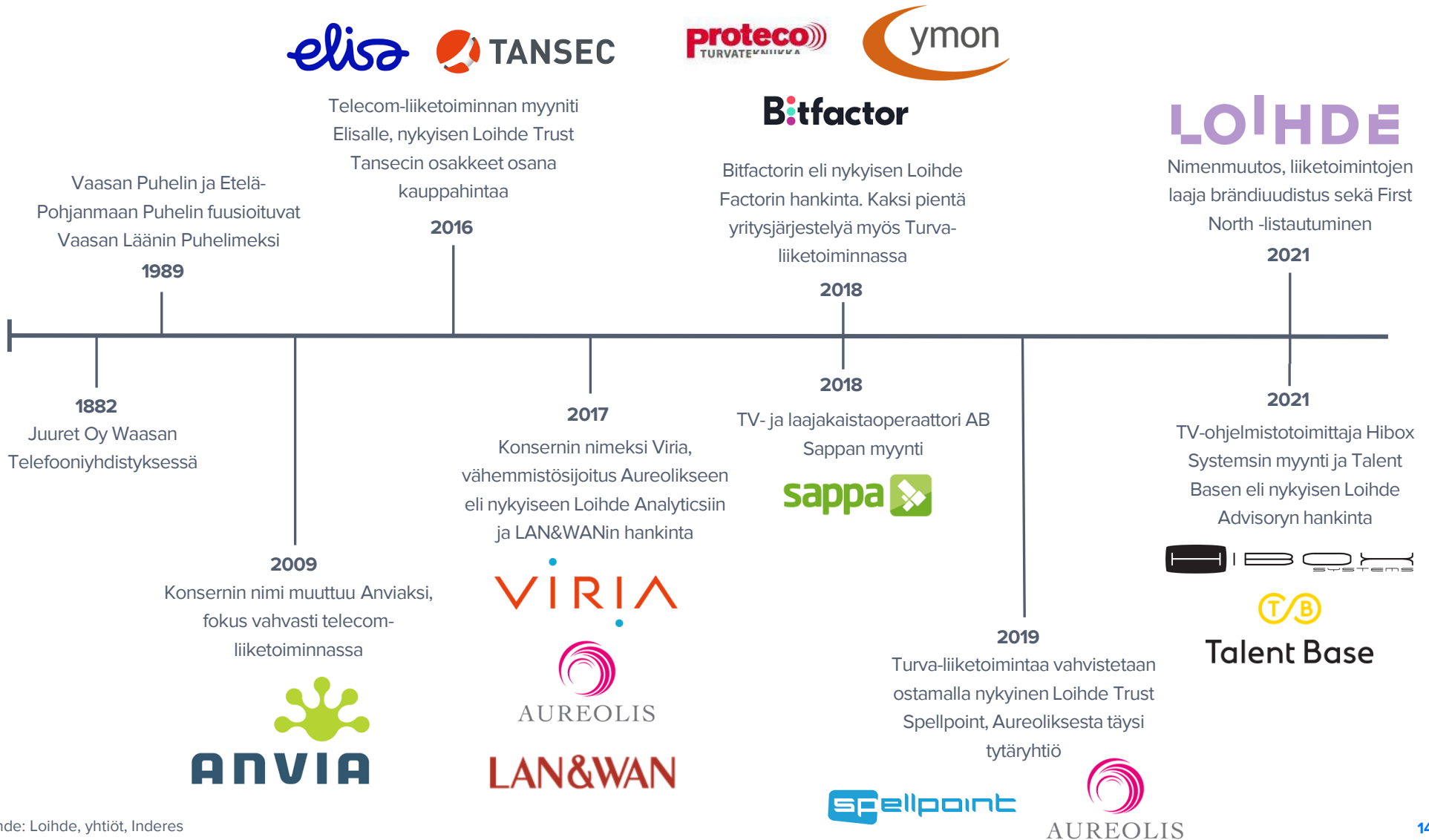
Pääoman sitoutumisen kehitys



Vapaan kassavirran ja oikaistun EBITA:n kehitys



Loihteen muovautuminen



Sijoitusprofiili 1/2

Kasvuyhtiön leima on selkeä

Loihde on selkeä kasvuyhtiö. Näkemystämme tästä puoltavat kohdemarkkinoiden terveet pidemmän aikavälin kasvuajurit, kokonaistarjoaman syvyys sekä strategian kasvuhakuisuus. Lisäksi kun huomioidaan kannattavuustason nostosta tulevan pidemmän aikavälin arvonluontivaran ohuus, on kasvuun panostaminen kestävä arvonluonnin kannalta käytännössä ainoa vaihtoehto. Loihteen toiminta ei sido merkittäviä määriä pääomia ja kassavirran tuottokyky on tyydyttävää. Tämä luo yhtiölle vakaan pohjan myös tasaisesti kasvavan osingon maksamiselle. Emme kuitenkaan pidä osinkoa sijoittajatarinan saati tuotto-odotuksen kannalta erityisen oleellisena, mitä peilaten näemme sen lähinnä kokonaisuutta tukevana elementtinä.

Vahvuudet ja arvoajurit

Mielestämme Loihteen pitkän aikavälin arvoajurit ovat seuraavat:

Hyvät markkina-asemoitumiset: Loihteen liiketoiminnat ovat asemoituneet markkinoillaan pääosin suotuisten näkymien palvelualueille kuten kyberturvaan sekä dataan ja analytiikkaan. Näillä alueilla yhtiön tämänhetkinen kilpailukyky (mm. bränditunnettuudet) on arviomme mukaan riittävällä tasolla ja kohdennetuilla investoinneilla — esimerkiksi uusien palveluiden rakentaminen — omia kyvykkyyksiä pyritään myös johdonmukaisesti vahvistamaan. Tätä kokonaisuutta heijastellen Loihteen liiketoiminnoilla on mielestämme rakenteelliset edellytykset oikeinkin hyvän organisen kasvun

saavuttamiselle.

Laaja kokonaistarjoama: Loihteen tarjoama on konsernitasolla laaja ja se ulottuu sekä useisiin elinkaaren vaiheisiin (mm. räätälöity ohjelmistokehitys ja ylläpitopalvelut) että peittää alleen asiakkaiden arvoketjujen eri osia. Mielestämme tarjoaman syvyys vahvistaa Loihteen kokonaiskilpailukykyä, sillä pienten pistemäisten ratkaisuiden ohella yhtiöllä on tarvittavat osaamiset ja resurssit myös suurempien, luonteeltaan kokonaisvaltaisempien ja lisäarvoltaan korkeampien ratkaisuiden toimittamiseen. Lisäksi laaja tarjoama avaa yhtiölle ristiinmyyntimahdollisuuksia, mikä puolestaan tukee olemassa olevia asiakassuhteita ja parantaa edellytyksiä aidosti strategisten kumppanuuksien solmimiselle. Pidämme laajaa kokonaistarjoamaa myös riskitasoa alentavana tekijänä, sillä sitä seuraten yhtiö ei ole riippuvainen yksittäisten palvelualueiden kysyntöjen kehittymisistä.

Kannattavuustason parantaminen: Viimeisen vuoden aikana Loihde ylsi 2,7 % oikaistuun liikevoittomarginaaliin. Alla olevien liiketoimintojen terveiden peruskannattavuuksien, konsernifunktioiden kautta jalkautettavien toimien sekä konsernihallinnon kantokyvyn myötä Loihteella on arviomme mukaan edellytykset tehdä nykyrakenteellaan ja FAS-kirjanpito-standardin mukaisessa maailmassa kestävästi vähintään 4-5 % EBITA:a. Käsitksemme mukaan tämä vastaisi IFRS:n alle käännettynä yhtiön taloudellisten tavoitteiden mukaista yli 10 % käyttökatetta. Tällaisen, saati korkeamman, tulospotentiaalin saavuttaminen vaatii kuitenkin

taakseen hyvän onnistumisen konsernihallinnon kiinteän kulurakenteen skaalaamisessa.

Yritysjärjestelyt: Liiketoimintojen kohdemarkkinat ovat rakenteeltaan hajanaisia ja ne ovat konsolidoituneet vauhdilla. Uskomme tämän jatkuvan myös tulevaisuudessa eri kokoisten ja osaamisalueisiin keskittyneiden yhtiöiden hankkiessa uusia ja / tai täydentäviä kyvykkyyksiä rakenteisiinsa. Tämän kehityksen tulisi tarjota myös Loihteelle järkeviä mahdollisuuksia niin oman kokoluokan kasvattamiseen, valittujen osaamisten hankkimiseen, uusille markkinoille laajentamiseen kuin riskiprofiilin laskemiseenkin. Yhtiö on viimeisten vuosien aikana toteuttanut näiden logiikoiden mukaisia yritysjärjestelyjä, ja arviomme mukaan ne ovat olleet varsin onnistuneita. Tätä ja vahvan taseen tuomaa liikkumatilaa heijastellen pidämme epäorganisten liikkeiden odotusarvoa positiivisena. Tällä hetkellä yritysostomarkkina on kuitenkin varsin kuuma niin aktiviteetin kuin arvostustasojenkin suhteen, mikä ainakin lyhyellä aikavälillä voi vaikeuttaa arvoa luovien järjestelyjen toteuttamista.

Heikkoudet ja riskitekijät

Mielestämme Loihteen keskeisimmät heikkoudet ja riskit ovat:

Hallinnollinen rakenne: Loihteen organisaatiomalli on monikerroksinen, sillä konsernihallinto on rakennettu liiketoimintojen omien operatiivisten johtojen päälle. Tämä väistämättä lisää konsernin kiinteitä kuluja ja osaltaan laskee pidemmän aikavälin tulospotentiaalia. Arviomme mukaan

Sijoitusprofiili 2/2

hallinnollinen rakenne voi tuoda tiettyä hitautta myös operatiiviseen ja strategiseen päätöksentekoon, mikä puolestaan voi rapistuttaa dynaamisilla toimialoilla tärkeää ketteryyttä ja reagointikykyä.

Osaajamarkkinassa epäonnistuminen: Loihteen ansaintalogiikkoja heijastellen rekrytoinneissa epäonnistumisella olisi heikentäviä vaikutuksia omiin kilpailukykyihin, kasvun tavoitteluun ja omistaja-arvon luontiin. Kroonisesti haastavassa osaajamarkkinassa ja sen sisällä etenkin korkeamman kokemustason päässä on arviomme mukaan kyettävä erottautumaan lähtökohtaisesti muilla kuin palkkatasoon liittyvillä tekijöillä. Tällaisina asioina pidämme muun muassa haastavia asiakasprojekteja, joiden saaminen puolestaan edellyttää omien kilpailukykyjen ja osaamistasojen ylläpitämistä sekä asteittaisia petraamisia. Tätä dynamiikkaa peilaten osaajien saatavuuden varmistaminen ulottuu mielestämme myös siihen, että vanhoista osaajista kyetään pitämään kiinni ja vaihtuvuus minimoimaan.

Uudistumiskyvyn heikkeneminen: Loihteen liiketoimintojen kohdemarkkinat ovat ikään kuin jatkuvan teknologisten muutosten keskellä. Näihin muutoksiin reagoiminen ja niiden ennakkoon tunnistaminen on oman menestymisen kannalta olennaista. Tässä uudistusharjoituksessa epäonnistuminen vaikuttaisi suoraan nykyisiin asiakassuhteisiin, suhteellisiin kilpailuasemiin ja siten pidemmän aikavälin arvonluontikykyihin. Loihteelle tiettyä puskuria tätä vastaan tuo mielestämme toimintamallin teknologiarippumattomuus, minkä myötä yhtiö ei

ole alisteinen yksittäisten päämiesten kyvykkyyksien kehittymisistä. Myös alla olevien liiketoimintojen historialliset näytöt teknologisesta ja teknisestä sopeutumiskyvystä ovat raportoitujen lukujen valossa mieltä rauhoittavia.

Kilpailutilanteen muutokset: Loihteen liiketoimintojen kokoluokat eivät ole valtavia rakenteeltaan hajanaisilla kohdemarkkinoilla. Suhteelliset kilpailuasemat voivatkin heikentyä, mikäli suuremmilla skaaloilla operoivat kotimaiset toimijat vahvistavat omia kyvykkyyksiään orgaanisesti tai epäorgaanisesti. Toisaalta kilpailukentän muutokset voivat arviomme mukaan olla myös ulkomaalaisten toimijoiden aiheuttamia, jos kasvua innostutaan hakemaan aikaisempaa aggressiivisemmin kotimarkkinan ulkopuolelta. Tällainen kehitys voisi näkemyksemme mukaan olla hyvin pääomasijoittajienkin vauhdittamaa.

Yritysoistoissa epäonnistuminen: Loihteen kannalta keskeisimmät yritysostoriskit liittyvät arviomme mukaan sekä laadultaan että hinnaltaan sopivien ostokohteiden paikallistamiseen. Koska palveluliiketoiminnassa perinteisten operatiivisten synergioiden löytäminen on vaikeaa, kohdistuvat keskeisimmät integraatioihin liittyvät riskit mielestämme uusien liiketoimintojen mukana tulevien osaajien pysyvyyden varmistamiseen. Tässä epäonnistuminen johtaisi henkilöstön nopeaan vaihtuvuuteen, mikä puolestaan lyhyellä tähtämellä heijastuisi väistämättä laskutusasteeseen ja siten tuloksetekokykyyn. Pienemmissä ja suurempien henkilökäiden liikkeissä tämä dynamiikka voisi arviomme mukaan rokottaa pidemmänkin aikavälin kilpailukykyä.



SWOT-analyysi

Vahvuudet

- Laaja ja useisiin elinkaaren vaiheisiin / arvoketjun osiin osuva palvelutarjoama
- Osiensa summaa suurempi toimituskyky
- Pitkäkestoiset asiakassuhteet ja useisiin toimialoihin levittyvä asiakasportfolio

Heikkoudet

- Ratkaisukysyntä erilaisten investointi-ajureiden ajamaa ja projektivetoista
- Hallintomalli laskee pidemmän aikavälin tulospotentiaalia
- Fyysisen turvan katetaso on matalampi ja pääomatarve muita alueita korkeampi

Mahdollisuudet

- Pitkän aikavälin hyvät orgaaniset kasvuajurit
- Ristiinmyynnin hyödyntäminen ja strategisten yhteistyöiden solmiminen
- Jatkuvien tulovirtojen kasvattaminen
- Kannattavuudessa nostovaraa
- Yritysjärjestelyt

Uhat

- Omaa uudistumiskykyä nopeampi toimialan muutos
- Kilpailukentän / voimasuhteiden rakenteelliset muutokset
- Osaajamarkkinassa pärjääminen
- Yritysjärjestelyissä epäonnistuminen

Sijoitusprofiili

1.

Liiketoimintojen orgaaniset kasvunäkymät ovat hyviä

2.

Laaja palvelutarjoama parantaa kokonaiskilpailukykyä

3.

Vahva tase tuo strategista liikkumatilaa yritysjärjestelyjen toteuttamiselle

4.

Projektiliiketoiminnoissa aina syklisiä vivahteita

5.

Organisaatorakenne rasittaa pidemmän aikavälin tulospotentiaalia

Potentiaali



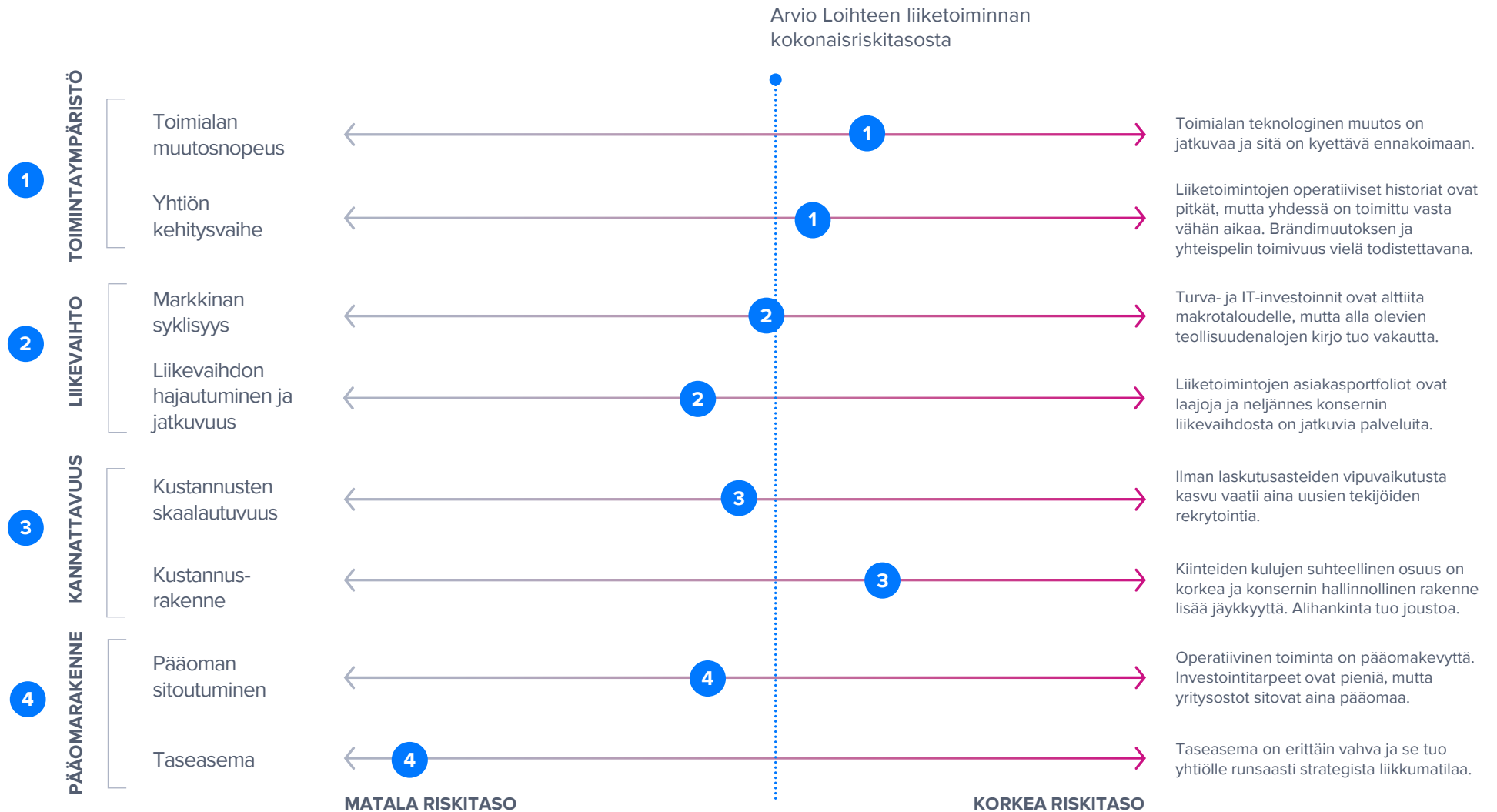
- Toimialan kysyntäajurit ovat vahvoja ja Lohiteella on kyvykkyyttä kokonaisvaltaisiin toimituksiin
- Ulosmitattava ristiinmyyntipotentiaali on arviomme mukaan merkittävä
- Jatkuvien tulovirtojen kasvattaminen ja riskiprofiilin laskeminen
- Omistaja-arvoa luovat yritysjärjestelyt
- Kannattavuudessa parantamisen varaa

Riskit



- Osaajamarkkinassa ja kasvun kannalta tärkeissä rekrytoinneissa epäonnistuminen
- Uudistumiskykyjen rappeutuminen ja liiketoimintojen kilpailukykyjen heikkeneminen
- Muutokset toimittajabrändien tunnettuuksissa
- Omistaja-arvoa tuhoavat yritysostot (mm. integraatioissa epäonnistuminen)

Liiketoimintamallin riskiprofiili



Toimiala ja kilpailu – Turva 1/7

Fyysisen turvan pelikenttä on tilava

Vuonna 2020 Suomen fyysisen turvan markkinan koko oli Tilastokeskuksen ja eri kattojärjestöjen koostamien arvioiden perusteella noin 1,4 miljardia euroa. Kokonaismarkkinan rakenne voidaan näkemysmme mukaan jakaa kolmeen erilliseen lohkoon. Nämä lohkot ovat: 1) vartiointi- ja turvallisuuspalvelut (mm. kulunvalvonta ja muu turvateknologia), 2) lukitus- ja avainratkaisuiden jakelu sekä 3) lukitus- ja avainratkaisuiden valmistus. Eri markkinatutkimusten perusteella ensimmäinen lohko on ylivoimaisesti suurin ja sen on arvioitu kattavan noin 60 % koko markkinan liikevaihdosta. Lukitus- ja avainratkaisuiden jakelun markkinaosuudeksi on sen sijaan arvioitu noin 25 % ja lukitus- ja avainratkaisuiden valmistamisen vastaavasti noin 15 %.

Vartiointi- ja turvallisuuspalveluiden alle menevistä tulovirroista selvästi iso on käsityksemme mukaan lähtökohtaisesti matalamman lisäarvon (ja samalla katetason) vartiointi-, aula- ja järjestyksenvalvontapalveluita. Koska Lohde ei itse ole näissä liiketoiminnoissa lainkaan mukana, on myös yhtiölle relevantti pelikenttä edellä jaoteltua kokonaismarkkinana pienempi. Absoluuttiselta kooltaan ja etenkin Lohdeen omien liiketoimintojen skaaloihin suhteutettuna jäljelle jäävä markkina on kuitenkin hyvin tilava. Tätä peilaten sen ei tulisi asettaa yhtiön tulevien vuosien kasvulle oleellisia rakenteellisia rajoitteita.

Varsinaiselta rakenteeltaan fyysisen turvan markkina on hyvin hajanainen, sillä arviomme mukaan sen sisällä toimii yhteensä kymmeniä

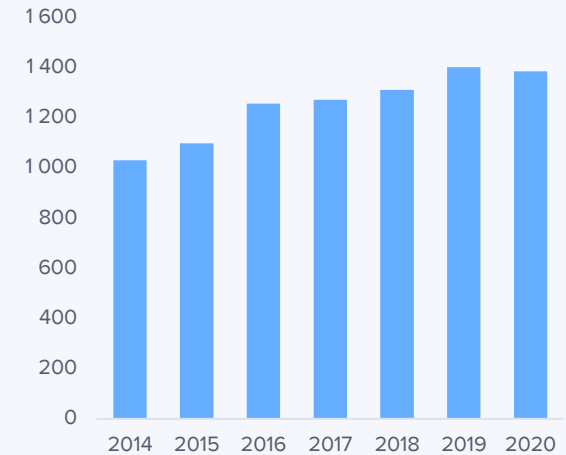
yhtiöitä. Käsityksemme mukaan näistä valtaosa on verrattain pieniä ja puhtaasti paikallisilla fokuksilla toimivia vartiointi- tai lukitusratkaisuja tarjoavia yhtiöitä. Tätä selittää arviomme mukaan pitkälti sekä näiden liiketoimintojen alueelliset perusdynamiikat että niin pääomatarpeiden kuin teknologisten kyvykkyyksienkin perspektiivistä matalalle jäävät alalle tulon kynnykset. Toimialan suurimmat yhtiöt ovat sen sijaan huomattavasti laajemmilla palvelutarjoamilla, teknologisilla resursseilla ja lähes aina myös valtakunnallisilla toimintasäteillä operoivia yhtiöitä.

Toimialan hajanaista rakennetta mukailien konsolidaatio on viimeisten vuosien aikana edennyt kohtuullista vauhtia. Tämä on ollut looginen lopputulema ja tarkoittanut sitä, että toimialan suurimmat yhtiöt ovat laajentaneet maantieteellisiä peittojaan juuri pieniä paikallisia toimijoita ostamalla. Toisaalta toimialalla on nähty myös yksittäisiä suurempia järjestelyjä. Suuremmissa järjestelyissä teollinen logiikka nojaa liikevaihdon kasvun ohella myös aikaisempaa suurempaan kriittiseen massaan ja sieltä löydettäviin operatiivisiin synergioihin.

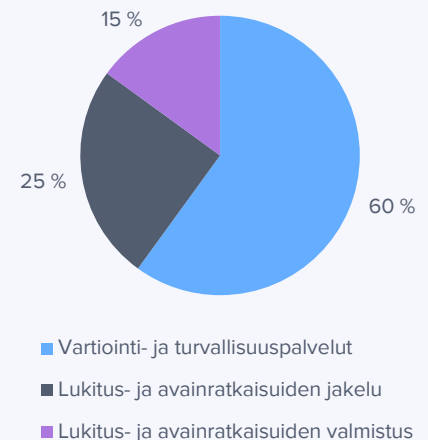
Kasvuvauhti myötäilee BKT:ta

Fyysisen turvan kasvua ajaa arviomme mukaan uudisrakentaminen, vanhoihin ratkaisuihin kohdistuvat korjausinvestoinnit (ts. vanhoja mekaanisia ratkaisuita korvataan uusilla elektronisilla tuotteilla) sekä yleinen turvallisuustietoisuuden kasvu. Näiden ajureiden ja koottujen markkinatietojen perusteella toimiala on kasvanut noin 5 % vuodessa. Kasvu on näin ollen

Fyysisen turvan markkinakehitys (MEUR)



Fyysisen turvan markkinan jakautuminen



Toimiala ja kilpailu – Turva 2/7

ollut hyvinkin tervettä ja tarjonnut toimijoille vähintäänkin tyydyttävät toimintaolosuhteet. Tulevina vuosina kasvun on kuitenkin ennakoitu markkinatoimijoiden kommenttien perusteella hieman tasoittuvan, mutta pysyvän silti kutakuinkin BKT:ta myötäilevässä vauhdissa. Tätä mukailen lähivuosienkin kysyntäympäristö vaikuttaa toimintakelpoiselta. Lyhyellä ja huonossa skenaariossa myös keskipitkällä aikavälillä kysyntää suuremmat huolet liittyvätkin jossain määrin elektroniikkateollisuuden globaaliin allokaatiotilanteeseen ja sen laitetoimituksiin mahdollisesti aiheuttamiin väliaikaisiin viiveisiin.

Kilpailukentän rakenteessa ei ylläyksiä

Toimialan hajanainen rakenne heijastuu luonnollisesti myös kilpailukenttään. Täten Loihteen liiketoiminnot eivät kilpaile pelkästään tietynlaisten yhtiöiden kanssa, vaan ratkaisutason taistoja käydään käsityksemme mukaan laajasti niin samaa kokoluokkaa olevien yhtiöiden kuin pienempienkin pelureiden kanssa. Lisäksi Lohde kohtaa pientä kilpailupainetta arviomme mukaan myös sellaisten yhtiöiden suunnalta, joiden varsinaiset ydinosuamiset ovat muilla alueilla, mutta jotka ovat kilpailukykyään parantaakseen lisänneet läsnäolojaan myös turvallisuusratkaisuiden puolelle. Tällaisista toimijoista havainnollistavin esimerkki on mielestämme kiinteistöjen ja teollisuuden teknisiin projekteihin keskittynyt Caverion.

Loihteen kanssa varsin samanlaisilla tarjoamilla toimiva ja siten pääkilpailijoiksi luokiteltavia yhtiöitä ovat arviomme mukaan Certego, Stanley Security sekä nykyisin samaan perheeseen kuuluvat BLC ja

AM Security. Näiden yhtiöiden keskeisimmät vahvuudet tulevat mielestämme suhteellisesti laajemmista resursseista ja siten laajempiin kokonaisuuksiin taipuvasta toimituskyvystä. Samaiset tekijät tekevät myös suurempien toimijoiden hintakilpailukyvyistä pieniä parempia. Lisäksi näiden yhtiöiden toimintahistoriat ovat verrattain pitkiä ja samalla bränditunnettuudet vakiintuneita. Erityisesti bränditunnettuus on oleellinen suhteelliseen kilpailuasemaan vaikuttava tekijä, sillä varsinaisilta perusluonteiltaan palvelutarjoajat ovat näkemyksemme mukaan hyvin samanlaisia. Edellä mainittujen pääkilpailijoiden ohella Lohde kisailee arviomme mukaan jossain määrin myös voimakkaasti vartiointipuolelle keskittyneiden toimijoiden – kuten esimerkiksi Palmian, Avarn Securityn ja Securitaksen – kanssa.

Loihteen kilpailuvaltti tulee konsernitason

Loihteen fyysisen turvan kilpailuasema on mielestämme hyvä, sillä liiketoiminnoilla ei näkemyksemme mukaan ole selvästi kilpailijoita heikompia osa-alueita. Toisaalta itsenäisten liiketoimintojen tasolla Loihteella ei arviomme mukaan myöskään ole selkeää etumatkaa. Pidämmekin Loihteen keskeisimpinä valtteina konsernin sisältä tulevia osaamisia ja niiden hyödyntämistä (mm. data- ja analytiikkaratkaisut) osana fyysisen turvan tekemistä. Käsityksemme mukaan muilla toimijoilla ei vastaavia sisäisiä kyvykkyyksiä ole, mitä heijastellen konsernitason osaaminen tuo Loihteelle mielestämme konkreettista erottautuvuutta ja parantaa samalla pidemmän aikavälin arvonluontiedellytyksiä.

Fyysisen turvan kilpailukenttä



Toimiala ja kilpailu – Turva 3/7

Kyberturva on valtava markkina

Vaikka Loihteen Turva-liiketoiminnan arvolupaus kulminoituu kokonaisturvallisuuteen ja yhtiö operoi suuremmissa skaalassa fyysisen turvan puolella, pidämme kyberturvamarkkinaa huomattavasti mielenkiintoisempana alueena kahdesta syystä: 1) kyberturvallisuus on Turva-liiketoiminnalle strateginen painopistealue ja arviomme mukaan sen tulovirrat ovat fyysisen turvan liiketoimintaa arvokkaampia sekä 2) kyberturvallisuuden pidemmän aikavälin kasvukuva on selvästi fyysistä turvaa houkuttelevampi, mitä mukaillen pidämme sitä myös Loihteen sijoittajatarinan ja arvonluonnin kannalta oleellisempänä palasena.

Kyberturvallisuus itsessään kattaa ne prosessit, teknologiat ja ratkaisut, jotka suojaavat organisaatioiden tai yksittäisten käyttäjien tietoja verkossa tapahtuvaa rikollisuutta vastaan. Käytännössä kyberuhat voidaan jakaa kolmeen kategoriaan: 1) taloudellisiin voittoihin pyrkivään rikollisuuteen, 2) yritysten tai valtioiden häiritsemiseen tähtäävään hakkerointiin sekä 3) liiketoiminnallisesti arvokkaita tietoja tavoittelevaan vakoiluun. Globaalin digitalisaatioasteen jatkuvasti noustessa myös sekä kyberuhkien määrät että niiden älykkyyksien tasot kasvavat.

Markkinatutkimusyhtiö Gartnerin mukaan globaalinen kyberturvamarkkinan koko oli vuonna 2020 noin 124 miljardia dollaria. Markkinasta valtaosa muodostuu yritysten kyberturvapalveluista ja -tuotteista. Loihteelle merkityksellisemmän Länsi-Euroopan kyberturvamarkkinan kooksi on puolestaan arvioitu noin 18 miljardia dollaria.

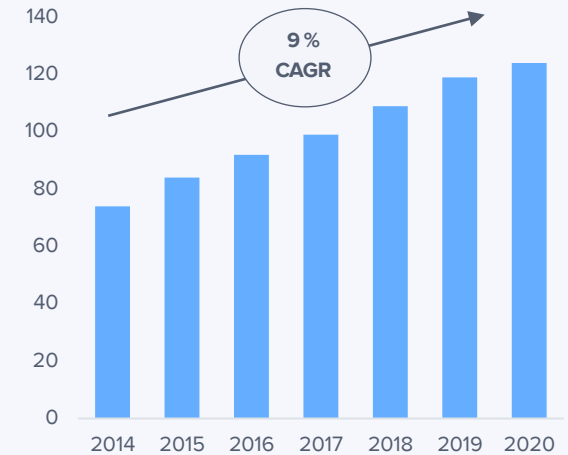
Globaalilla tasolla historiallinen kasvu on ollut hyvin terveellä noin 9 % tasolla, kun taas Länsi-Euroopassa kehitys on ollut piirun verran hitaampaa. Myös tulevaisuudessa kasvun arvioidaan pysyvän lähellä historiallisia tasojaan. Loihteen kohdemarkkinassa eli Suomessa kyberturvallisuuspalvelut ovat puolestaan osa noin 4,6 miljardin euron IT-palvelumarkkinaa. Eri arvioiden mukaan kyberturvan osuus tästä kokonaisuudesta olisi noin 10 % luokkaa ja siten karkeasti noin 460 MEUR. Täten markkina on Loihteen nykyiseen kokoluokkaan nähden hyvin suuri, eikä se aseta esteitä liiketoiminnan kasvulle.

Kolmen segmentin peli

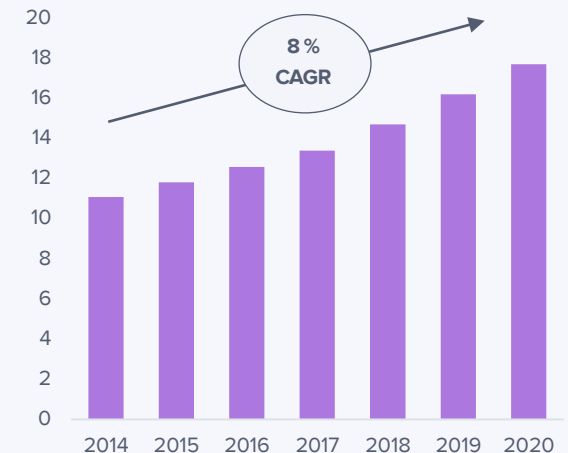
Arviomme mukaan markkina voidaan kyberhyökkäysten ja teknologioiden älykkyyden perusteella jakaa kolmeen segmenttiin. Hyökkäysten ja teknologioiden älykkyyden korreloi yleensä myös asiakkaiden kokoluokkien kanssa, sillä suurimmat organisaatiot ovat tyypillisesti kyberrikollisten ensisijaisia kohteita. Näiden suojaamistarpeet ovat täten korkeita, eikä standardoidut massaratkaisut ole riittäviä. Vaativat räätälöidyt ratkaisut ovat puolestaan matalampaa suojaustasoa edellyttävillä asiakkaille liian kalliita. Loihteen oma ratkaisutarjoama on monipuolinen ja käsityksemme mukaan yhtiö on parhaimmillaan juuri suuremman suojaustarpeen ja räätälöityä työtä kaipaavissa asiakkuuksissa.

Markkinan huipulla on valtiollinen vakoilu ja puolustusteollisuus. Nämä lohkot ovat kooltaan hyvin pieniä, mutta edellyttävät sekä teknologioilta että osaajilta korkeita kyvykkyyksiä. Markkinan

Globaalin kokonaismarkkinan (miljardia USD) kehitys



Länsi-Euroopan kokonaismarkkinan (miljardia USD) kehitys



Toimiala ja kilpailu – Turva 4/7

suurin volyymi kohdistuu puolestaan kohdennettuihin hyökkäyksiin. Näiden alla ensisijaista kohderyhmää ovat käytännössä kaikki suuret organisaatiot ja toimijat, jotka operoivat huoltovarmuuden kannalta kriittisillä alueilla. Tällaisia asiakkaita ovat esimerkiksi energiateollisuuden yhtiöt, pankit ja operaattorit. Kohdennettujen hyökkäyksen segmentissä ongelmia ei voida ratkaista pelkästään massaratkaisuilla ja valmiilla ohjelmistopaketeilla. Mielestämme tämä luo mahdollisuuksia juuri Loihteen kaltaisille laajan repertuaarin yhtiöille.

Markkinan kolmantena segmenttinä on puolestaan massahyökkäykset. Käytännössä tämä tarkoittaa erilaisia palomuur- ja päätelaitteiden suojaukseen soveltuvia massaratkaisuja. Tätä mukailen segmentin loppuasiakkaat ovat tyypillisesti pieniä yrityksiä ja kuluttajia, joiden päätöksenteko on usein vain välttämättömimmän tarpeen täyttämisen ohjaamaa. Tätä kohderyhmää palvelevatkin usein teleoperaattorit, joilla on toimivat jakelukanavat SME-lohkoon.

Kasvuajurit ovat vahvoja









Markkinan ylätasolla kasvuajurit voidaan mielestämme jakaa kolmeen päävoimaan: digitalisaatio, regulaatio ja kasvavat uhkakuvat. IT-maailman yleisesti tunnistetut megatrendit kuten mobiliteetti, pilvi, teollinen internet ja digitaalinen kaupankäynti linkittyvät hyvin vahvasti myös kyberturvallisuuteen. Usein näillä alueilla uusien sovellusten tai tuotteiden syntymisen esteenä ovat haasteet tietoturvasa. Nämä haasteet liittyvät muun muassa yksityisyyden suojaan tai sähköisen



kaupankäynnin turvallisuuteen. Luonnollisesti myös avoimien järjestelmien yleistyminen (mm. Android) ja pilvitransformaatiot lisäävät turvatarpeiden monimuotoisuutta. Osaltaan tämä kompleksisuuden kasvu tekee markkinasta rikollisten näkökulmasta aikaisempaa houkuttelevamman. Digitaalisten liiketoimintamallien edellytyksenä onkin usein ydinprosessien kytkeminen osaksi ulkopuolisia ekosysteemejä, mikä tekee niistä haavoittuvaisempia verrattuna aikaan, jolloin digitaaliset omaisuuserät olivat omissa konesaleissa.

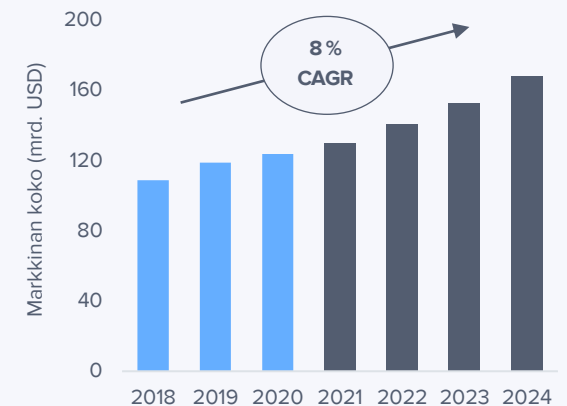
Uusien digitaalisten palveluiden rakentaminen edellyttää toimijoilta tietoturvaan liittyvien haasteiden ratkaisemista ennakkoon. Näin ollen kyberturvallisuusratkaisuista tulee arviomme mukaan yhä useammin kriittinen ja samalla kiinteä osa varsinaista IT-investointia. Tämä puolestaan tarkoittaa sitä, ettei kyberturvallisuuteen liittyviä asioita voida ratkoa enää pelkillä standardiratkaisuilla, vaan liiketoimintaa aidosti palvelevan ja suojaavan turvaratkaisun rakentaminen (mm. kyvykkyys uhkien havainnointiin) edellyttää korkean tason asiantuntijapalveluiden hyödyntämistä. Mielestämme tässä markkinamuutoksessa voittajia ovat sellaiset toimittajat, jotka kykenevät yhdistämään asiantuntijatyön ja räätälöinnin osaksi tuotteiden ja teknologioiden toimituksia. Vaikeuksissa olevat toimijat ovat arviomme mukaan puolestaan vain tietoturvatuotteiden jälleenmyyntiin ja siten ohueksi jäävän lisäarvon tuottamiseen asemoituneet yhtiöt.



Kyberturvamarkkinan kasvuprofiili

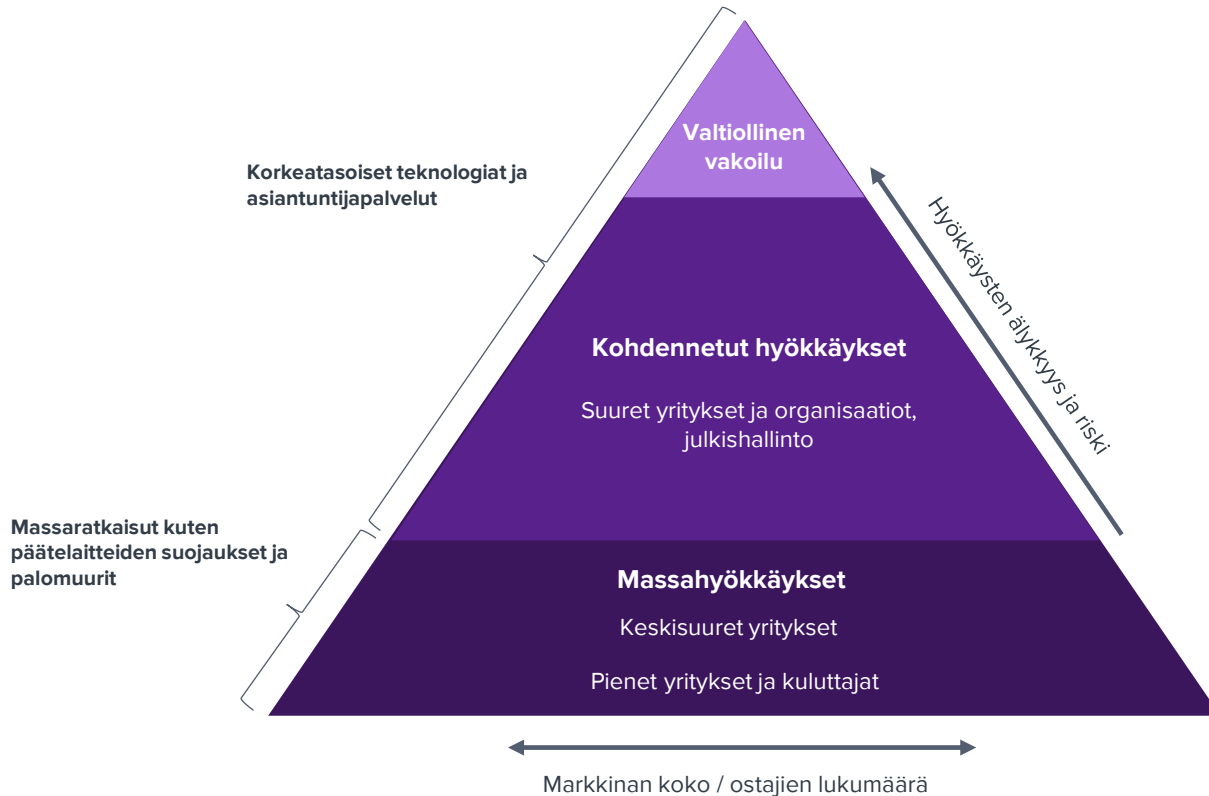
Ajuri	Ajurin rooli
 Digitalisaatio	
 Kasvavat uhkakuvat	
 Regulaatio	
 Tietoisuuden kasvu	

 **Kiihdyttävä / vahva**  **Tukeva / neutraali**

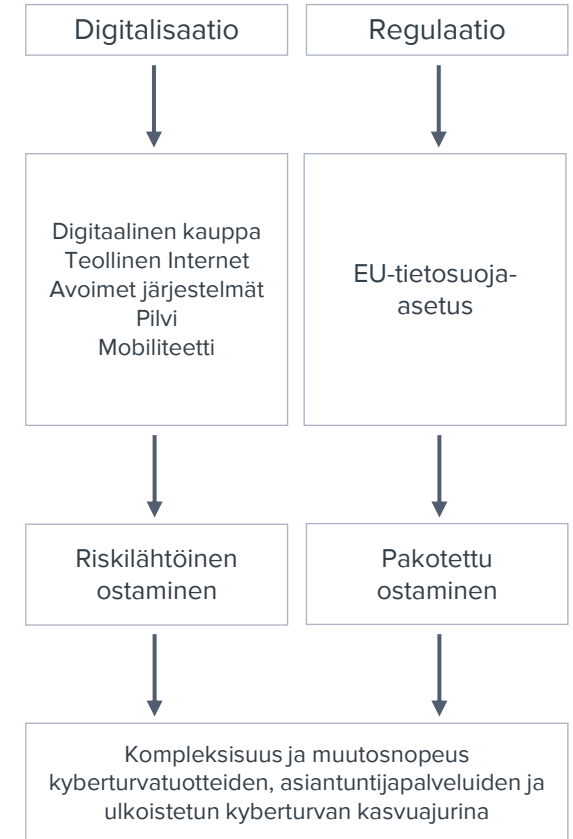


Toimiala ja kilpailu – Turva 4/7

Kyberturvamarkkinan jakautuminen ja toimintalogiikka



Markkinan ajurit



Toimiala ja kilpailu – Turva 6/7

Toimiala konsolidoituu

Rakenteeltaan kyberturvamarkkina on hyvin hajanainen ja siellä toimii muun muassa tietoturvateknologiaan erikoistuneita yhtiöitä, IT-integraattoreita, kansainvälisiä konsulttitaloja sekä teleoperaattoreita. Hajanaista rakennetta mukaillen toimialalla on nähty historiallisesti myös runsaasti konsolidaatioliikkeitä. Arviomme mukaan tämä tulee myös tulevaisuudessa olemaan toimialan rakennetta ja siten myös kilpailukenttää muokkaava voima. Kyberturvamarkkinassa nähtyjen järjestelyjen teollisena logiikkana on tyypillisesti ollut se, että suuremmat toimijat ovat täydentäneet omia osaamisiansa ja kyvykkyyksiään pienempiä / kohdennetummin toimivia yhtiöitä ostamalla. Viimeisten vuosien aikana eräänlainen toimialatason huolenaihe on kuitenkin ollut mahdollinen yli-investointitilanne. Mielestämme tätä huolta on jo osittain realisoitunut uusien toimijoiden markkinoille tuloa ja sitä kautta kiristynyttä kilpailutilannetta heijastellen. Kyberturvatietoisuus on kuitenkin jatkuvassa kasvussa ja ostaminen muuttuu sekä yhä liiketoimintalähtoisempään että strategisempaan suuntaan. Nämä tekijät voivatkin arviomme mukaan jossain määrin nostaa alalle tulon esteitä ja sitä kautta lievittää myös aikaisempien investointien aikaansaamia kilpailupaineita.

Loihteen näkökulmasta reippaasti kasvanut ja konsolidoitunut markkina on vaikeuttanut etenkin osajatilannetta (ml. saatavuus ja palkkainflaatio). Tämä on osittain kiihdyttänyt yritysjärjestelyjä entisestään, sillä epäorganiset liikkeet on nähty ikään kuin rekrytointien korvikkeina. Monille

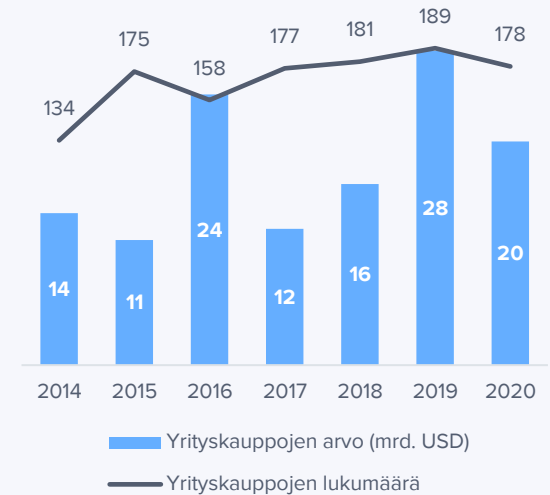
toimijoille ne ovat olleet myös ainoita keinoja päästä kiinni markkinaan. Tuoteyhtiöillä arvonluontiteesi on puolestaan ollut hieman erilainen ja se on painottunut täydentävien teknologioiden, kulusynergioiden sekä tiettyjen mittakaavaetujen tavoitteluun. Emme odota järjestelyjen teollisten logiikoiden muuttuvan oleellisesti tulevien vuosien aikana. Tätä ja Loihteen vahvaa tasetta heijastellen uskomme yhtiön itsensä pysyvän jatkossakin ostajan roolissa.

Kilpailua piisaa

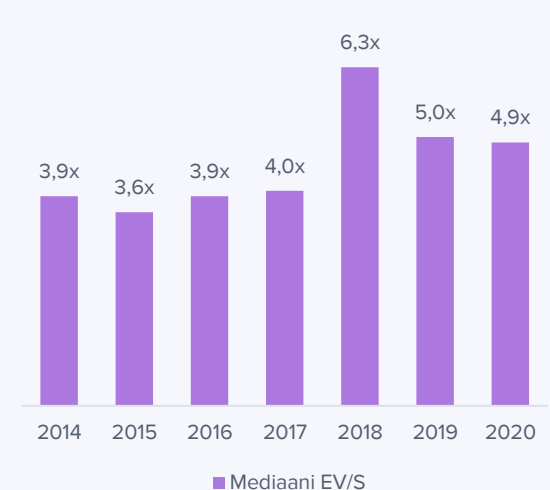
Toimialan yleisesti ottaen hyvä kasvunäkymä on houkuttellut markkinaan paljon kilpailua, mutta toisaalta alalle tulon kynnyks on pysytellyt kohtuullisen korkeana. Tämän taustalla on arviomme mukaan ollut sekä teknologioiden kompleksisuuden kasvu että uskottavuuden ja maineen tärkeys. Ensimmäistä syytä heijastellen rajatuilla resursseilla toimivat pienet yhtiöt ovat käytännössä pakotettuja operoimaan tietyillä erikoisalueilla. Tämä jättää pienemmät yhtiöt kuitenkin haastavaan rakoon, kun huomioidaan se, että asiakkaiden ostokäyttäytyminen on siirtymässä juuri laajempien kokonaisratkaisuiden ja ulkoistetun kyberturvan suuntaan.

Arviomme mukaan toimialalle syntyy kuitenkin edelleen uusia kyberturvaan erikoistuneita toimijoita, minkä lisäksi monet selkeämmin IT-palvelumarkkinaan asemoituneet toimijat ovat laajentaneet omia tarjoamiaan kyberturvallisuuden alueelle. Uudet toimijat voivat kriittistä massaa tavoitellakseen vallata markkinaa hinnalla, mikä puolestaan voi nakertaa koko toimialan tulostasoa.

Toimialan yritysjärjestelyt



Yritysjärjestelyjen arvostukset



Toimiala ja kilpailu – Turva 7/7

Yhtenä uusien tulokkaiden tuomana uhkana voidaan nähdä myös se, että nämä yhtiöt tarjoavat asiakkaille todellisuudessa puutteellisia kyberturvapalveluita. Myös tällainen tilanne voi johtaa toimialatason kate-eroosioon, sillä asiakkaiden voi olla vaikeaa tunnistaa palveluntarjoajien todellisia osaamisia ja tarjottujen ratkaisuiden luomia lisäarvoja.

Loihteella toimintakelpoinen asema

Kilpailijoiden joukko on monisäikeinen ja se ulottuu Loihteen kaltaisista erikoistuneista yhtiöistä aina IT-palveluyhtiöihin. Kilpailua tulee kuitenkin myös kokonaan IT-sektorin ulkopuolelta, sillä markkinassa toimii esimerkiksi teleoperaattoreita, konsulttitaloja sekä joitain puolustusteollisuuden toimijoita (mm. Cassidian). Vaikka suomalainen kyberturvaosaaminen on vahvasti pinnalla, on kotimainen yhtiöjoukko kuitenkin pieni. Loihteen kanssa kilpailevia kotimaisia yhtiöitä ovat arviomme mukaan muun muassa Nixu sekä kooltaan selvästi pienemmät 2NS ja Silverskin.

IT-generalistit ovat puolestaan kiinnostuneita kyberturvan houkuttelevista mahdollisuuksista, minkä takia ne voidaan nähdä Loihteelle hyvinkin relevantteina kilpailijoina. Suomessa erityisesti CGI ja TietoEvy ovat satsanneet kyberturvaan, joskin niiden omat resurssit ovat käsityksemme mukaan vielä kohtuullisen pieniä. IT-taloille on luontevaa tarjota kyberturvaa osana integraatio- tai ylläpitopalveluita, mikä on niille oleellinen vahvuus. Asiakkaat voivat kuitenkin olla joissain tilanteissa haluttomia lukittautumaan yhteen toimittajaan, minkä takia osa IT-taloista hyödyntää omissa tarjoamisissaan juuri Loihteen kaltaisten

erikoistuneiden yhtiöiden osaamisia.

Konsulttitalot kilpailevat Loihteen kanssa erityisesti neuvonantopalveluissa. Tällä saralla aktiivisia kotimaisia toimijoita ovat muun muassa Deloitte ja KPMG. Näiden toimijoiden keskeinen vahvuus liittyy mielestämme juridisiin resursseihin. Keskeisimpinä heikkouksina pidämme puolestaan sekä rajallista teknologista osaamista että vajavaista toimituskyvykkyyttä. Vaikka myös teleoperaattorit ovat osa kotimaista markkinaa, eroavat niiden toimintamallit kuitenkin Loihteen vastaavasta merkittävästi. Tyypillisesti operaattorit pyrkivät tuotteistamaan jatkuvia palveluita (mm. palomuurien ylläpito) suurille massoille ja valjastavat omat jakelukanavansa näiden palveluiden tarjoamiseen.

Tietoturvatuotteiden toimittajat ovat myös laajentuneet palvelumarkkinaa. Viime vuosina rajanveto tuote- ja palvelutoiminnan välillä on kuitenkin hämärtnyt tuote-yhtiöiden liiketoimintamallien murroksia heijastellen. Toisaalta samaan aikaan myös palveluyhtiöiden toimintamallit ovat siirtyneet perinteisestä resurssimyyntistä kohti jatkuvampaa teknologia-pohjaista palvelumyyntiä.

Kestävät kilpailuedut kiven alla

Palveluyhtiöille pitkällä aikavälillä menestyminen edellyttää mielestämme sitä, että teknologista kehitystä kyetään jatkuvasti ennakoimaan ja muutoksiin kyetään reagoimaan omia osaamisia täydentämällä / hankkimalla. Tätä heijastellen palveluyhtiöiden on mielestämme hyvin vaikeaa luoda liiketoimintoihin rakenteellisia ja siten aidosti kestäviä kilpailuetuja.



Valikoituja kyberturvakilpailijoita

nixu
cybersecurity.

SECURELINK

COMBITECH

2NS

nccgroup

elfgroup

Kyberturvapalveluihin erikoistuneet yhtiöt

KPMG

FUJITSU CGI

accenture

Deloitte.

tieto EYRY

Etteplan

IT-generalistit ja konsulttitalot joilla kyberturva osana kokonaistarjoamaa

F-Secure

McAfee

FireEye

elisa

Cygate

Tuotetalat ja niiden omat jakelukanavat

Toimiala – Digitaalinen kehittäminen 1/5

Iso kokonaismarkkina

Eri markkinatutkimusyhtiöiden mukaan pohjoismaiden IT-palvelumarkkinan koko oli vuonna 2019 noin 25 miljardia dollaria. Vuoteen 2023 mennessä markkinan on puolestaan arvioitu kasvavan noin 29 miljardin kokoiseksi. Markkinan perinteiseen määritelmään kuuluvia osa-alueita ovat esimerkiksi ohjelmistokehityspalvelut, integrointi- ja käyttöönottopalvelut, ohjelmistojen ylläpito- ja tukipalvelut sekä kokonaisvaltaiset infrastruktuuripalvelut. Markkinarakenteen ja -koon määritelmä on kuitenkin hämärtymässä, sillä IT:sta on tulossa yhä keskeisempi osa eri toimialojen varsinaista liiketoimintaa. Siten myös IT-palveluyhtiöiden toimintakenttä risteää yhä vahvemmin uusien rinnakkaismarkkinoiden kanssa, joita ei perinteisesti ole nähty osana IT-palvelumarkkinaa. Tällaisia alueita ovat esimerkiksi strategiakonsultointi ja palvelumuotoilu.

Loihteen liiketoiminnoille relevantin Suomen IT-palvelumarkkinan arvioitu jakaantuvan noin 3,5 miljardin euron yksityiseen ja noin 1,1 miljardin euron kokoiseen julkiseen sektoriin. Näin ollen kokonaismarkkina on yhtiön omaan kokoluokkaan suhteutettuna massiivinen.

Investointien muuttuva luonne jakaa markkinaa

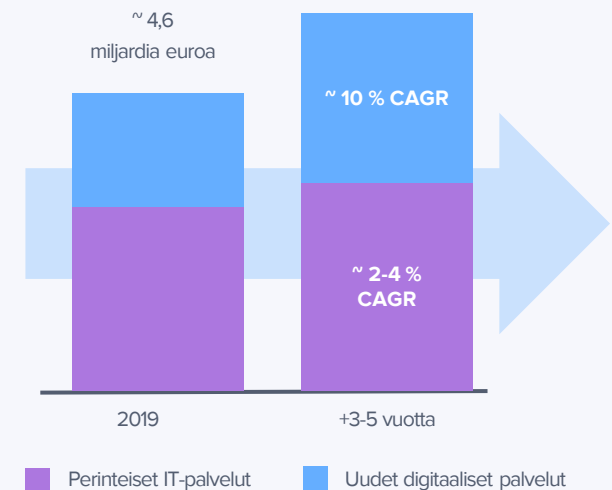
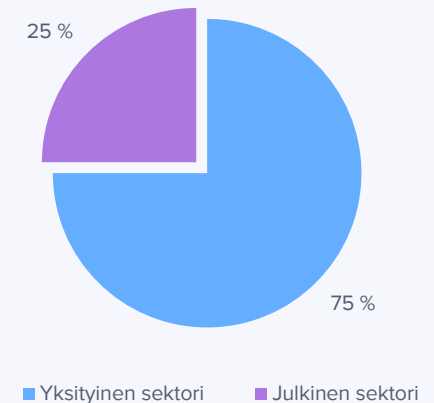
Digitalisaatiomurros käynnisti markkinassa 2010-luvulla uuden aikakauden. Tämän aikana markkina on ikään kuin jakaantunut uudelleen, mikä on puolestaan synnyttänyt kokonaan uusia toimijoita. Myös IT:n ostaminen on edennyt murrosvaiheeseen ja IT-palveluyhtiöiden on jatkuvasti kyettävä sopeuttamaan tarjontiaan.

2010-luvulla markkinalla havaittiinkin selkeä siirtymä kohti uusia liiketoimintoja ja erottautumistekijöitä luovia investointeja. Tämän myötä IT:n ostaja oli usein joko liiketoiminta tai tuotekehitys, eikä tietohallinto tai tukitoiminto. Kysytyt osaamisalueet liittyivät puolestaan kasvavissa määrin uusiin digitaalisiin palveluihin ja vähemmän taustajärjestelmiin. Murros loi voimakkaan kasvumahdollisuuden uuden ajan alkuperäisille ja juuri digipalveluiden kehitykseen asemoituneille toimijoille.

Markkinan muutosta 2010-luvulla voidaan havainnollistaa yksinkertaistettuna jakamalla markkina voimakkaasti kasvaneisiin uusiin digitaalisiin palveluihin sekä hiipuvaan perinteiseen tietojärjestelmäkehitykseen. Markkinan kahtia jakaminen on kuitenkin hiljalleen muuttumassa irrelevantiksi, sillä uusia digitaalisia palveluita ei voida täysin käsitellä liiketoiminnan ydinjärjestelmistä erillisinä kokonaisuuksina. Selkeänä markkinatrendinä onkin näkemyksemme mukaan IT-ostamisen vakavoituminen, sillä asiakkaat ovat havainneet, ettei digitalisaatiota kyetä rakentamaan ostamalla digisovelluksia tietohallinnon ohi. Myöskään organisaatioiden vakiintuneet tietojärjestelmät eivät katoa, vaan niitä on modernisoitava toimimaan alustoina uusille digipalveluille. Investoinnit kohdistuvatkin nykyisin uusiin toiminnallisuuksiin, joita rakennetaan rajapintaratkaisulla olemassa olevien järjestelmien päälle. Tämä trendi on osin palauttanut kilpailuetua perinteisimmille toimijoille, kun taas monet osajahankinnalla menestyneet digipalveluiden kehittäjät ovat kohdanneet selkeitä haasteita ja



Suomen markkina ja kasvukuva



Toimiala – Digitaalinen kehittäminen 2/5

joutuneet samalla arvioimaan strategioitaan uudelleen. Toisaalta asiakkaista on tullut vaativampia ostajia kasvanutta digimaturiteettia sekä organisaatioiden sisälle rakennettuja kehitysresursseja heijastellen.

Markkinassa kolme erilaista aluetta

Mielestämme IT-palvelumarkkina voidaan jakaa kolmeen lohkoon seuraavalla tavalla:

Uudet digitaaliset palvelut käsittävät digitaalisten palveluiden kehityksen (ts. räätälöity ohjelmistokehitys). Tämä lohko on ollut markkinan voimakkaimmin kasvava osa, ja se on käytännössä syntynyt viimeisen reilun viiden vuoden aikana. Nimekkäitä toimijoita ovat muun muassa Reaktor, Futurice, Nitor, Siili ja Vincit. Myös Lohde kuuluu vahvasti tämän markkinaosan sisään. Viime vuosina suuret toimijat ovat vahvistaneet kyvykkyksiään tällä alueella. Uusien digitaalisten palveluiden kehitykselle ominaista ovat matalat alalle tulon kynnykset.

IT-taustajärjestelmät ja yritysohjelmistot käsittävät laajasti ERP:n ja siihen liitännäiset järjestelmät. Täten tämä markkinaosa kattaa pääasiassa valmisohjelmistojen toimitukset, räätälöinnit, integraatiot ja ylläpidot. Suomessa tunnettuja tämän alueen toimijoita ovat esimerkiksi Innofactor, Enfo, Solteq, Digia, Sofigate, eCraft, Bilot sekä globaalit IT-generalistit kuten TietoEvry ja CGI. Taustajärjestelmien ja yritysohjelmistojen markkinakasvu on ollut viime vuosina hidasta. Tälle lohkolle ominaista ovat puolestaan korkeat alalle tulon kynnykset.

IT-alustat kattavat pääasiassa infrastruktuuripalvelut (paikallinen, hybridi ja pilvi) sekä ICT-ulkoistuksen. Alue on ollut lähinnä suurten generalistien hallitsema. Tätä selittää pitkälti se, että lohkossa pärjääminen on vaatinut taakseen skaalaetuja ja mittavia investointeja. Samoja tekijöitä peilaten myös alalle tulon kynnykset ovat nousseet korkeiksi. Pilvimurroksen myötä markkinassa on kuitenkin käynnistynyt eräänlainen uusjako, mikä on synnyttänyt nopeasti kasvavia uusia toimijoita. Lisäksi monet keskisuuret IT-toimittajat ovat pyrkineet tähän markkinaan. Kasvun näkökulmasta markkina on varsin polarisoitunut, sillä sen sisässä on nopeasti kiihtuvia (paikallinen ja infra) sekä vauhdilla kasvavia (pilvialustat) alueita.

Lisäksi kokonaismarkkinassa on useita näiden alueiden läpi leikkaavia osia. Näistä keskeisimmät ovat mielestämme data ja analytiikka, integraatiot, kyberturva sekä ohjelmisto- ja automaatirobotiikka.

Viime vuosina näkyvin trendi markkinalla on ollut IT-talojen pyrkimys päästä kiinni asiakkuuksiin jo digitalisaatiohankkeiden suunnitteluvaiheissa. Tämä on ollut loogista, sillä suunnittelutyötunnin myynti on tyypillisesti tarkoittanut moninkertaista määrää ohjelmistokehitystuntien myyntiä. Monet toimijat pyrkivätkin parempaan arvoketjuasemaan vahvistamalla juuri neuvonantopalveluiden osaamisiaan. Tällöin IT-toimittaja ennemminkin johtaa hankkeita ja siinä kiinni olevia resursseja, kuin pelkästään toimittaa niitä. Lisäksi monet yhtiöt ovat pyrkineet laajentumaan strategiatason

konsultointiin. Menestys tässä harjoituksessa on kuitenkin ollut vaihtelevaa.

Selkeä suuntaus markkinatoimijoilla on myös elinkaariajattelu (ml. kestävä kehitys), sillä monet uudet toimijat pyrkivät nyt rakentamaan kyvykkyksiään ylläpitoliiketoimintojen puolelle. Lisäksi asiakkaiden ostaminen on liikkumassa yksittäisistä ohjelmistoprojekteista jatkuvampaan kehittämiseen, mikä osin muuttaa markkinan dynamiikkaa. Yhteistä kaikkien suurten ja keskisuurten IT-toimittajien strategioille onkin pyrkimys liiketoimintakriittiseen kumppanuuteen. Nämä pyrkimykset voivat arviomme mukaan kiihdyttää myös toimialan konsolidaatiota, sillä pienten ratkaisutalojen omat osaamiset ja tarjoamat eivät yleensä itsenäisinä ole riittäviä strategisten kumppanuuksien solmimiselle

Hinnoitteluympäristö on terve

Yleisesti ottaen toimialan hinnoitteluympäristö on mielestämme terve, mutta se on altis taloustilanteen kehittymiselle. Arviomme mukaan palkkainflaatio on ollut viimeisten vuosien aikana muutamien prosenttien tasolla. Käsitksemme mukaan tämän täysimääräinen siirtäminen asiakashintoihin on ollut haastavaa, sillä pitkät puitesopimukset ovat lukinneet hinnat tietyille tasoille. Tämä kehitys on luonnollisesti vaikuttanut myös toimialan kannattavuuksiin. Toimialan ansaintalogiikkaa ja kroonisesti haastavaa osaajamarkkinaa heijastellen palkkainflaatio ja sen hallitseminen tulevat myös jatkossa pysymään kokonaismarkkinan rakenteellisina elementteinä.

Toimiala – Digitaalinen kehittäminen 3/5

Yritysjärjestelyt vaikuttavat rakenteisiin

Kokonaisuudessaan toimialan rakenne on hyvin hajanainen, sillä mukana on suuria globaaleja yhtiöitä laajoilla palvelutarjoamilla, useita keskisuuria yhtiöitä sekä runsas joukko pieniä ja tietyille erikoisalueille keskittyneitä toimittajia. Hajanainen rakenne sekä pyrkimykset täydentää / laajentaa omia osaamisia ovatkin viime vuosina ohjanneet toimialan konsolidoitumista hyvin voimakkaasti. Tyypillinen toimintakaari on ollut sellainen, että kokoluokaltaan suuremmat ja usein listatut yhtiöt ovat hankkineet pienempiä ja listaamattomia yhtiöitä omiin kokonaisuksiinsa. Arviomme mukaan konsolidaatio tulee myös jatkossa olemaan toimialan ja siten kilpailukentän rakenteeseen vaikuttava ominaisuus taustajajureiden teollisia logiikkoja heijastellen. Loihteelle toimialan hajanainen rakenne on suotuisaa, sillä se tarjoaa runsaasti erilaisia vaihtoehtoja kasvua kiihdyttävien yritysostojen toteuttamiselle.

Tulevien vuosien menestyjät

Markkinan selkeimpiä voittajia viimeisten vuosien aikana ovat olleet uusiin digipalveluihin keskittyneet ja osajamarkkinassa onnistuneet yhtiöt. Nyt digipalveluiden markkina on saavuttanut selvästi kypsemmän vaiheen ja mielestämme seuraavat menestymisen kannalta kriittiset taistot käydään osajakilpailua syvemmällä. Näkemyksemme mukaan tulevien vuosien menestyjiä ovat:

Vahvojen asiakkuuksien omistajat, joilla on strategisen kumppanin rooli, kyky johtaa laajoja IT-hankkeita sekä skaalata toimintaa vahvan

alihankintaverkoston kautta. Uskomme puhtaasti alihankkijoiden rooliin jääneiden pienten toimijoiden olevan vaikeuksissa.

Vahvat integraatio- ja taustajärjestelmäosaajat sekä kyvykkyyttä ylläpito- ja jatkuvuuspalveluihin omaavat yhtiöt. Ylläpidossa menestyvät toimittajat ovat vahvoilla myös loppukysynnän heiketessä. Tämän puuttuminen on mielestämme monen keskisuuren ja digipalveluiden kehityksestä syntyneen yhtiön heikko piste.

Ketterän ja joustavan organisaatiomallin yhtiöt.

Monet toimialan yhtiöistä kärsivät arviomme mukaan tehottomista, huonosti joustavista ja korkean hierarkiatason organisaatiomalleista. Tällöin uudistuminen ja asiakkaiden muuttuneisiin liiketoimintatarpeisiin vastaaminen on hidasta.

IT-ostamisen suuntaviivat

Arviomme mukaan asiakkaiden ostokäyttäytyminen on siirtymässä seuraaviin trendeihin:

Korkean riskitason ERP-käyttöönottoprojekteja ei enää samassa mittakaavassa tehdä ja tämän markkinan luonne muuttuu. Vakiintuneet järjestelmät eivät poistu käytöstä, mutta ne jätetään ylläpitotilaan ja niitä siirretään pilveen. ERP-järjestelmien modernisoitiin investoidaan, jotta niiden päälle voidaan rakentaa uusia digitaalisia ratkaisuita. Häviäjiä tulevat olemaan suurista projekteista riippuvaiset IT-generalistit. Hyötyjiä ovat puolestaan integraatio-osaamista omaavat yhtiöt.

Hankkiminen suurina projekteina vähenee ja

siirtyy kohti pienempiä kokonaisuuksia ja jatkuvaa kehitystä. Häviäjiä ovat hidasliikkeiset projektiorganisaatiot. Hyötyjiä ovat toimijat, joilta löytyy sekä osaamista ketterään tuotantoon että kykyä useiden eri teknologioiden hallitsemiseen ja jatkuvien palveluiden tuottamiseen.

Investoinnit siirtyvät tukiprosesseista toimintaa vahvistaviin / luoviin ydinprosesseihin. Häviäjiä ovat tukiprosesseissa kiinni olevat perinteiset toimijat, kun taas hyötyjiä ovat monipuolisella osaamisella ja liiketoimintaymmärryksellä varustetut digitaalisten palveluiden kehittäjät.

Käyttäjäkeskeisyyden ja asiakaskokemuksen merkitys korostuu. Nousevia alueita ovat esimerkiksi digitaalinen palvelumuotoilu ja design. Osaaminen näillä alueilla nousee asiakaspäässä arviomme mukaan aikaisempaa tärkeämmäksi päätöksenteon kriteeriksi. Monet toimijat ovat rakentaneet näitä osaamisia yrityskaupoin.

Pilvitransformaatio jakaa markkinoita uusiksi.

Pilvi-infran hyötyjä heijastellen asiakkaiden IT-toimintoja on jo viety ja tullaan viemään pilveen vauhdilla. Hyötyjiä ovat yhtiöt, joilla on vahvaa ymmärrystä ja osaamista pilviteknologioista. Häviäjiä ovat puolestaan paikalliseen IT-infraan keskittyneet toimijat.

Datasta on tulossa yhä tärkeämpi strateginen kilpailutekijä ja edellytys tulevaisuuden tekoälyratkaisuille. Tällä hetkellä asiakkaiden haasteena on tehdä datasta yhtenäistä ja liiketoiminnan kehittämisen kannalta relevanttia. Hyötyjiä ovat yhtiöt, jota yhdistävät analytiikan, koneoppimisen ja liiketoimintaymmärryksen.

Toimiala – Digitaalinen kehittäminen 4/5

Loihteen tarjoama

- Ydinosaamisalue
- Osaamisalue

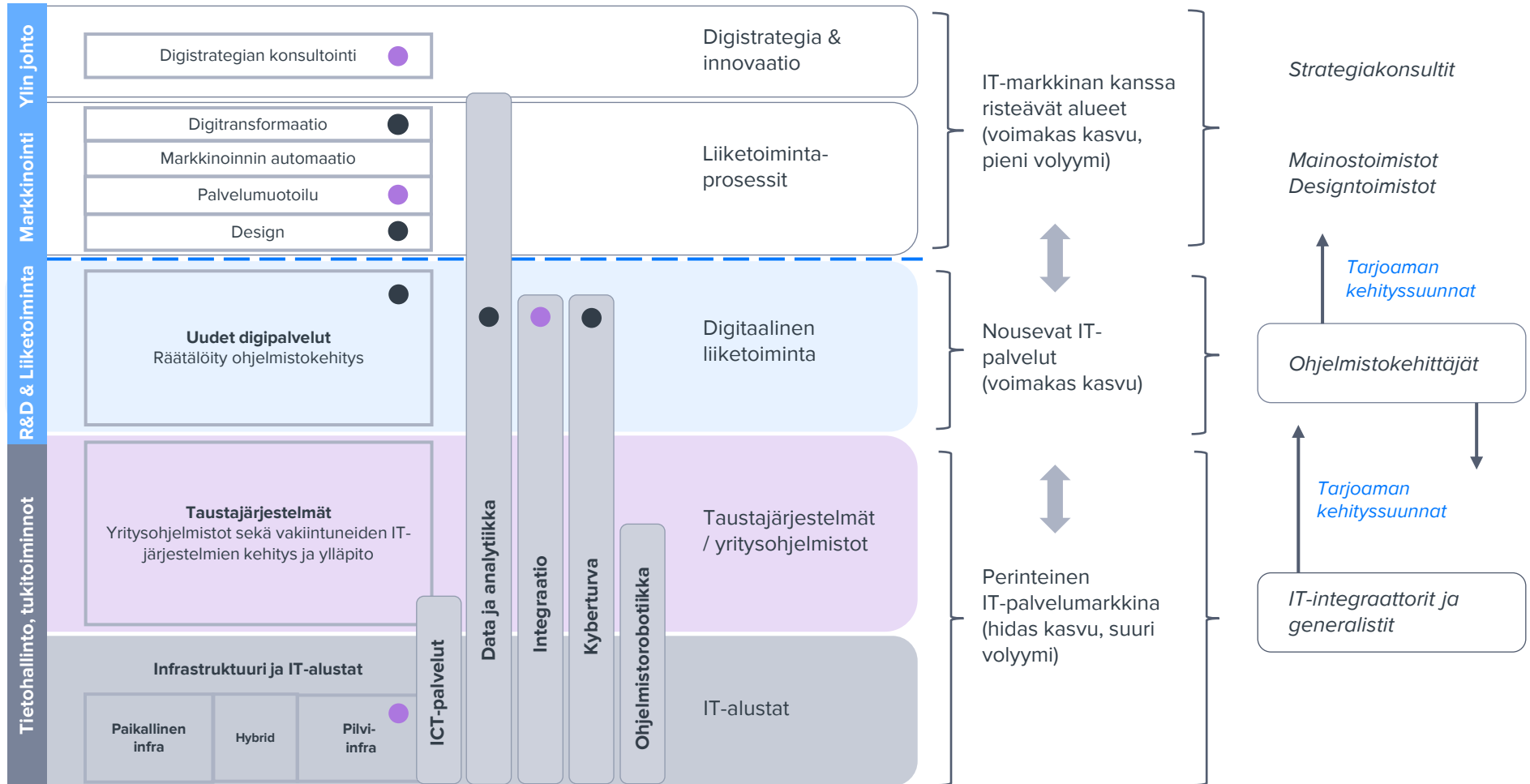
Ostaja

Palvelualueet

Rooli asiakkaan liiketoiminnassa

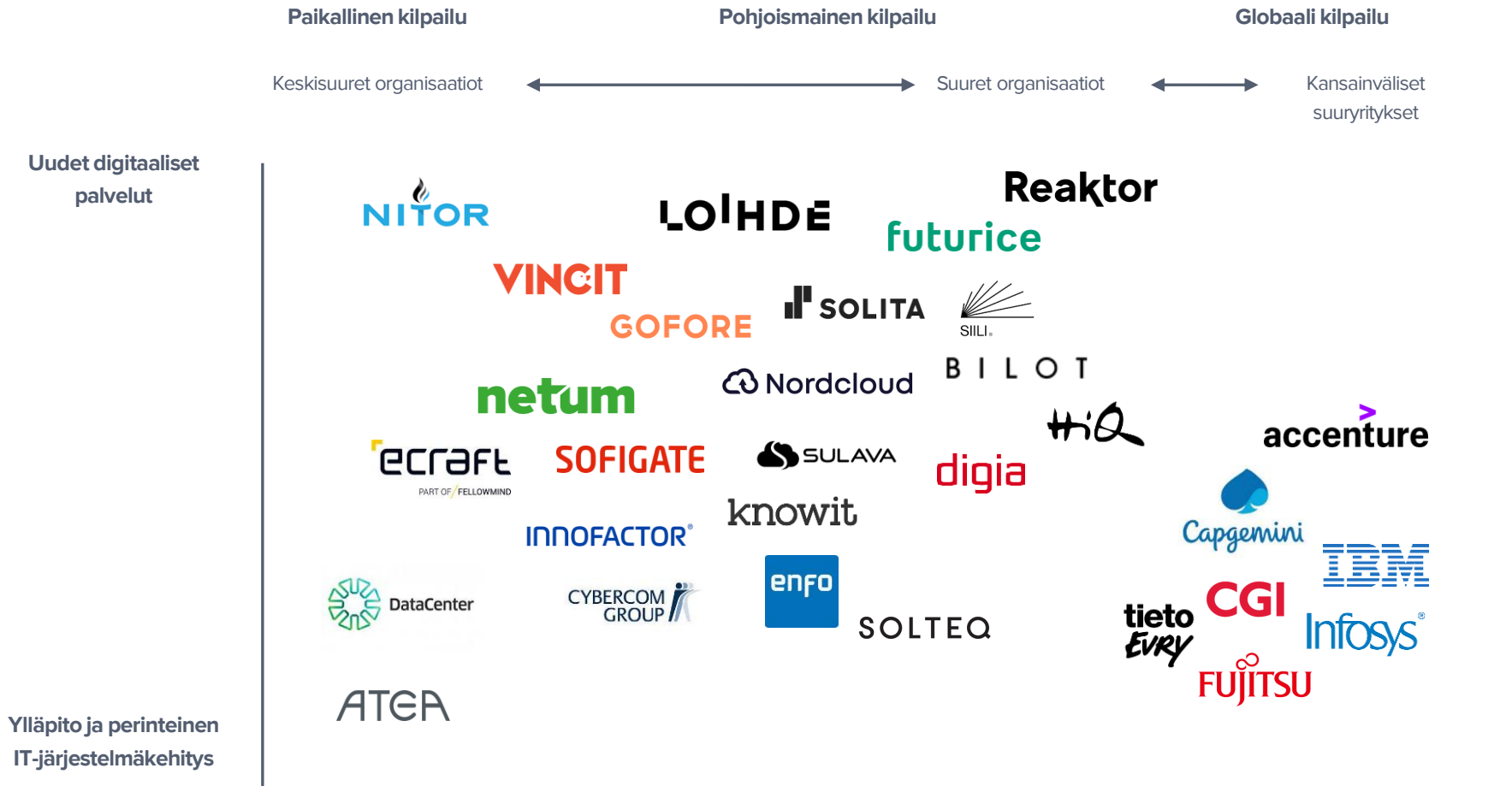
Markkina

Kilpailu



Toimiala – Digitaalinen kehittäminen 5/5

Suomen markkinarakenne asiakaskoon ja palvelualuekohtaisen asemoitumisen perusteella



Kilpailu – Digitaalinen kehittäminen 1/3

Kilpailijoita kolmessa tasossa

Suomen IT-palvelumarkkinan hajanaista rakennetta mukaillen myös kilpailukenttä on pirstaleinen. Ylätasolla kilpailukenttä voidaan mielestämme jakaa kolmeen kerrokseen. Ensimmäisessä kerroksessa operoivat suuret ja kansainväliset IT-generalistit, jotka eri markkinalähteiden mukaan pitävät hallussaan noin 50 % markkinaosuutta. Tällaisia globaaleja jättejä ovat esimerkiksi TietoEvy, CGI, Fujitsu, Accenture ja CapGemini. Toisessa kerroksessa toimivat yhtiöt ovat puolestaan kokoluokaltaan noin 20-100 MEUR:n liikevaihtoluokassa olevia toimittajia ja näiden yhteenlasketuksi markkinaosuudeksi on arvioitu noin 30 %. Kolmas kerros kuuluu sen sijaan kooltaan pienemmille ja alle 200 henkeä työllistävillä ratkaisutaloille.

Toimialan ja kilpailukentän koostumusta seuraten myös Lohteen kohtaama kilpailu on arviomme mukaan varsin elävää. Näin ollen yhtiöllä ei mielestämme ole yhtä yksittäistä ja selkeää kilpailijaa, vaan kulloinenkin asetelma riippuu muun muassa tarvittavasta osaamisesta, ratkaistavan ongelman luonteesta ja asiakkaan omasta kokoluokasta. Lohteen liiketoiminnan skaalaa heijastellen kovimmat kilpailijat tulevat kuitenkin keskisuurten toimijoiden joukosta, vaikka luonnollisesti joitain taistoja käydään suurten IT-generalistien ja jossain määrin myös asiakkaiden omien IT-resurssien kanssa.

Generalisteista Lohteen kilpailijoita ovat arviomme mukaan esimerkiksi CGI ja TietoEvy. Näitä toimijoita vastaan on käytännössä mahdotonta

erottautua omalla tarjoamalla tai toimituskyvyllä. Lohteen kaltaisen pienen toimijan onkin löydettävä kilpailukykyä etenkin ketteryydestä, joustavuudesta sekä syvemmästä asiakassitoutumisesta. Nämä ominaisuudet korostuvat erityisesti kooltaan pienemmissä asiakkuuksissa, joista suuret generalistit eivät lähtökohtaisesti ole niin kiinnostuneita.

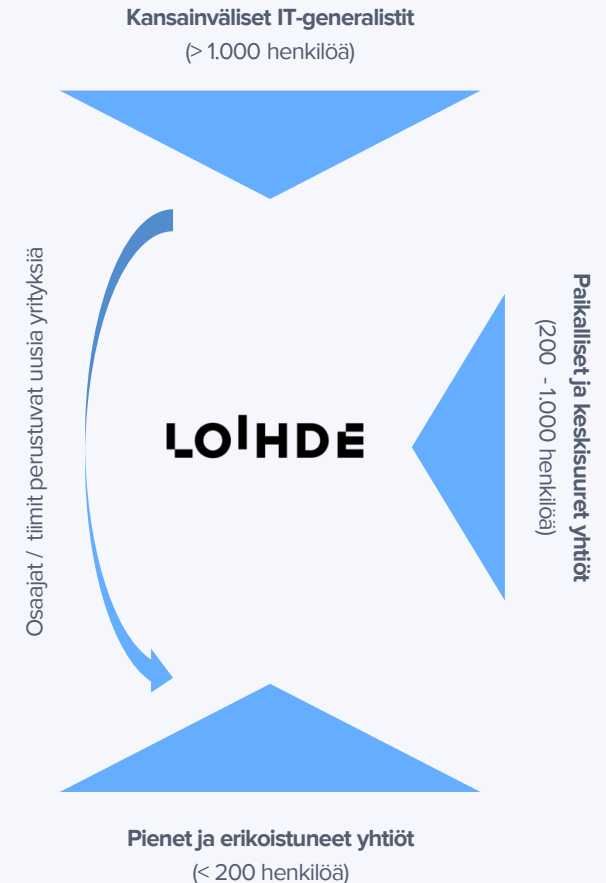
Keskisuurista yhtiöistä Lohteen keskeisimpiä kilpailijoita erityisesti digipalveluiden kehityksen puolella ovat arviomme mukaan Solitan, Visman, Siilin, Futuricen, Reaktorin, Goforen ja Vincitin kaltaiset yhtiöt. Arviomme mukaan näihin toimijoihin Lohde pyrkii tekemään pesäeroa muun muassa datan ja analytiikan (ml. tekoäly) fokuksellaan sekä konsernin sisällä olevia kyvykkyyksiä kuten kyberturvallisuuskulmaa hyödyntämällä. Luonnollisesti joitain taistoja Lohde käy myös liikkeenjohdon konsulttien kuten KPMG:n, PwC:n ja Deloitteen kanssa. Näiden lisäksi kilpailua käydään pienten ja tietyille erikoisalueille keskittyneiden toimijoiden kanssa. Osa näistä toimijoista kuuluu arviomme mukaan kuitenkin Lohteen pieneen alihankintaverkostonkin, eikä niitä siten voida laskea pelkiksi suoriksi kilpailijoiksi.

Suurien skaalaa vastaan taistellaan eri keinoin

Mielestämme suurten IT-generalistien selkeimpiä vahvuuksia ovat mittavat resurssit ja laajat tarjoamat, joita vahvistetaan usein kustannustehokkailla offshore-tuotannoilla. Tyyppillisesti näiden toimijoiden asiakas- ja teollisuusportfoliot ovat hyvin laajoja, mitä



Kilpailukentän dynamiikka



Kilpailu – Digitaalinen kehittäminen 2/3

mukaillen myös asiakas- ja toimialaymmärrykset ovat yleensä pienempiä toimijoita syvempiä. Lisäksi IT-generalistien geeniperimän ytimessä on vahva taustajärjestelmäosaaminen. Täten näiden yhtiöiden ratkaisut ovat asiakkaan näkökulmasta sekä erittäin liiketoimintakriittisiä että vakiintuneita. Taustajärjestelmätoimitukset ovat myös teknisesti hyvin haastavia ja korkean riskin hankkeita. Näin ollen IT-generalistien keskeisimmät kilpailuedut voidaan mielestämme tiivistää suuriin resursseihin, asiakkaan kohtaamiin vaihdon kustannuksiin sekä korkeisiin alalle tulon kynnyksiin.

Loihteen kokoluokassa yhtiöt tarvitsevat ketteryyden rinnalle yleensä myös 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 Loihteen kaltaiset toimittajat operoivatkin usein hieman eri alueilla. Viime vuosina sektorin suurimmat toimijat ovat kuitenkin ryhtyneet vahvistamaan kyvykkyyksiään juuri uusien digipalveluiden kehityksen alueella, mikä on tehnyt kilpailutilanteesta aikaisempaa tiiviimmän (ts. enemmän päällekkäisyyttä).

Koska toimialan ansaintalogiikka on pääomakevyttä ja henkilöintensiivistä, myös alalle tulon kynnykset ovat yleisesti ottaen matalia. Tätä heijastellen 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 että arvoketjuaseman kohentamista. Osaajakilpailussa pienten yhtiöiden keskeisimmät valtit ovatkin tyypillisesti kulttuurisidonnaisia.

Kilpailuetuja rakennettava jatkuvasti

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



Loihteen kilpailutekijät

Vahvistavat tekijät

- Liiketoimintojen itsenäisten ketteryyksien ja konsernin laajuisen tarjoaman yhdistäminen (mm. kyberturvallisuus)
- Kyky olla mukana digistrategian suunnittelun varhaisesta vaiheesta aina transformaation jälkeiseen aikaan
- Kova ydinosaaminen vahvasti kasvavan datan ja analytiikan alueelta
- Monipuolisten urapolkujen hyödyntäminen osaajamarkkinassa

Heikentävät tekijät

- Suuria ja kustannustehokkailla offshore-resursseilla toimivia IT-generalisteja heikompi toimituskyky etenkin korkeamman riskitason hankkeissa
- Pienempien toimijoiden ketterämmät olomuodot
- Ohjelmistokehityksen rakenteellisesti matalat alalle tulon kynnykset
- Tunnettuus osaajamarkkinassa ja brändiuidistuksen toimivuus

Kilpailu – Digitaalinen kehittäminen 3/3

Kilpailijoiden taloudellinen kehitys



Käyttökate-% keskimäärin 2016-2020

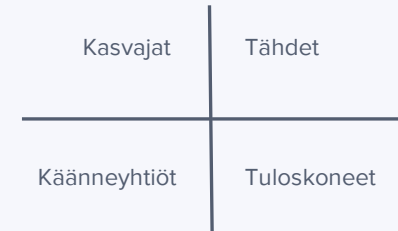
Lähde: Inderes, yhtiöt

*Itsenäisenä vuodet 2016-2019

Listattujen yhtiöiden luvut sisältävät IFRS 16 -muutoksen vuoden 2019 osalta



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

Kasvajät

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

Tuloskoneet

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

Käänneyhtiöt

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

Strategia 1/2



Arvolupaus ja kysyntäpuoli

Arvolupaus?

- Näkemyksemme mukaan Loihteen arvolupauksena on olla asiakkaiden liiketoiminnoille tärkeä ja strateginen kumppani niin kokonaisturvallisuuden ja digitaalisen kehittämisen yksittäisissä ratkaisuisissa kuin nämä rajapinnat yhdistävissä laajemmissa kokonaisuuksissakin.
- Arviomme mukaan Lohde pyrkii erottautumaan konsernitason tarjoamalla ja siten osiensa summaa leveämmällä ratkaisurepertuaarilla.
- Nykyisten liiketoimintojen keskeisimmät asiakassuhteet ovat pitkiä. Tämä osoittaa mielestämme sen, että arvolupaus on ollut vähintäänkin toimiva.

Kohdesegmentti?

- Loihteen palvelutarjoama ja osaaminen on sekä toimiala- että teknologiariippumatonta. Tätä mukaillen yhtiö ei arviomme mukaan etsi mahdollisuuksia vain tietyistä teollisuudenaloista tai teknologioista, vaan markkinaa lähestytään toimintojen alta löytyvien ydinosaamisten kautta.
- Kooltaan keskisuuret yhtiöt ovat arviomme mukaan Loihteelle mielenkiintoisimpia asiakkaita. Tällaisten toimijoiden omat resurssit ovat rajalliset, mutta ratkaisutarpeet selvästi pistemäisiä toimituksia laajemmat. Tämä dynamiikka avaa saumat juuri strategisten yhteistöiden solmimiselle.
- Tulevaisuudessa panostetaan vahvemmin myös julkiselle puolelle.

Hinnoittelu?

- Palvelutarjoaman laajuuden hyödyntäminen tuo hinnoitteluun dynaamisuutta (ts. voidaan katsoa asiakasta konsernitason yksittäisen palvelualueen sijaan), mikä tukee myös kokonaiskilpailukykyä.
- Konsernin hallinnollinen rakenne voi arviomme mukaan kuitenkin osaltaan vaikuttaa toiseen suuntaan sen hinnoittelun lähtöpistettä nostavia vaikutuksia heijastellen.



Oma arvoketju ja kyvykkyydet

Toteutus ja toimitus



- Toteutus- ja toimituskyvyn ylläpitäminen — eli teknologiamuutosten ennakointi ja niihin sopeutuminen — on arvolupauksen kestävän lunastamisen kannalta erittäin kriittistä.
- Loihteen liiketoimintojen pitkiä toimintahistorioita peilaten uskomme erilaisten liiketoimintojen ja tarpeiden ymmärtämisen olevan hyvällä tasolla. Tämän tulisi tukea edellytyksiä strategisten kumppanuuksien luomiselle, sillä pitkällä aikavälillä arvonluonti pelkkää teknistä taituruutta pitkin on arviomme mukaan vaikeaa.

Rekrytointi



- Varsinaisen toteutus- ja toimitusosaamisen kilpailukyky on aina seurausta onnistuneista rekrytoinneista.
- Koska kasvu vaatii tietyn pisteen jälkeen aina uusia käsipareja, on rekrytoinnin hallitseminen oleellista. Tätä korostaa myös luonteeltaan haastava osaajamarkkina.
- Keskeisimmät erottautumistekijät liittyvät mielestämme laajan palvelutarjoaman tuomiin uravaihtoehtoihin.
- Työnantajabrändiin panostamisen on oltava jatkuvaa.

Tehdyt arvoketjuvalinnat?

- Kokonaistarjoamasta on rakennettu laaja, eikä Lohde ole asemoitunut vain yksittäisiin ratkaisupisteisiin. Tämä on tuonut toimintaan erilaisia myynnin tulokulmia ja siten myös oivia ristiinmyyntimahdollisuuksia.
- Ison kuvan fokus on terävöitetty ja rakenteisiin huonosti sopivista liiketoiminnoista on viimeisten vuosien aikana luovuttu.
- Alihankintaverkosto on pidetty pienenä ja siihen kohdistuneet investoinnit ovat historiallisesti olleet maltillisia.

Strategia 2/2



Strategian tavoitteet 2021-2024



Kannattava kasvu



Orgaaninen kasvu

- Alla olevien liiketoimintojen kasvunäkymät ovat terveitä, mikä yhdessä koko tarjoaman kanssa luo hyvät edellytykset orgaanisille onnistumisille.
- Arviomme mukaan kyberturvallisuus ja uudet digitaaliset palvelut ovat kasvun painopistealueita. Pidämme tätä loogisena valintana, sillä näiden alueiden kysyntäajurit ovat sekä vahvoja että pitkälle katsovia ja sisäiset ristiinmyyntimahdollisuudet houkuttelevia.
- Mielestämme strategian toteuttaminen kiteytyy juuri toimintojen välisten synergiapotentiaalien tehokkaaseen ulosmittaamiseen. Mikäli tässä ei onnistuta, jäävät nykyiset liiketoiminnat vain itsenäisiksi tulosityksiköksi ja konsernin arvонуontokyky osiensa summaa pienemmäksi.
- Loihteen tavoitteena on yltää yritysostot huomioiden keskimäärin yli 10 % vuotuisen liikevaihdon kasvuun. Pidämme tätä realistisena, kun huomioidaan sekä nykyisten liiketoimintojen orgaaniset mahdollisuudet että erittäin vahvan taseen sisältämä liikkumatila.



Yritysostot

- Loihteen kohdemarkkinoiden rakenteet ovat hajanaisia, mikä tarjoaa hyvän alustan yritysostovetoisen kasvun kartoittamiselle.
- Yritystostoin tapahtuvan kasvun teollisena logiikkana on uusien kyvykkyyksien hankkiminen, palvelualueiden vahvistaminen sekä asiakasportfolion laajentaminen. Tätä mukaillen uskomme ostokohteen rakenteellisen sopivuuden olevan tärkein yksittäinen kriteeri (ts. ei etsitä vain irrallisia palasia tuovia järjestelyjä).
- Yritystostojen kassavirtaprofiili on tyypillisesti heti positiivinen (vrt. orgaaninen rekrytointi ja laskutusasteen asteittainen nosto) ja ne tuovat siten myös nopeita kasvatuloksia.
- Arviomme mukaan Loihde ei kategorisesti sulje pois heikolla kannattavuustasolla olevia yhtiöitä. Tällaisten yhtiöiden on kuitenkin tuotava konserniin selkeää keihäänkärkiosaamista ja sitä kautta laskettava heikon tulostason kääntämiseen liittyvää riskitasoa. Lisäksi ostohintojen on oltava tällaisissa liikkeissä matalia.



Kannattavuustavoite

- Loihteen tavoitteena on yltää yli 10 % oikaistuun IFRS-standardin mukaiseen käyttökatteeseen.
- Nykyisten liiketoimintojen peruskannattavuudet eivät mielestämme aseta rakenteellisia esteitä asetetun marginaalitavoitteen saavuttamiselle.
- Tavoitteen saavuttamisen oleellimmat ajurit liittyvätkin laskutusasteiden hallintaan, liiketoimintojen pieniin tehokkuusparannuksiin sekä konsernikulujen skaalautumiseen.



Voitonjako

- Voitonjakopolitiikkansa mukaisesti Loihde pyrkii maksamaan vähintään 30 % tilikauden voitosta osinkoina.
- Liiketoimintojen kassavirtaprofiilit ovat hyviä, eikä toiminta ja kasvu (pl. yritysostot) sido valtavia määriä pääomia. Täten voitonjakopolitiikan ei pitäisi viedä yhtiötä tilanteeseen, jossa osinkoja maksettaisiin menetettyjen pidemmän aikavälin mahdollisuuksien kustannuksella.

Taloudellinen tilanne 1/3

Historiallinen kehitys

Loihteen historiallinen kehitys on ollut kaksijaksoista. Vuosina 2017-2021 (TTM) konsernin liikevaihdon keskimääräinen vuotuinen kasvuvauhti oli kelvollisella 4 % tasolla. Kasvu ei kuitenkaan ollut kannattavaa saman ajanjakson 10 % vuotuista oikaistua EBITA-laskua heijastellen. Nykymuotoisen Loihteen historiallisesta kehityksestä tämä katsonta ei kuitenkaan anna täysin todellista kuvaa, sillä viimeisten vuosien aikana yhtiö on tehnyt useita rakennejärjestelyjä. Mielestämme käyttökelpoisempi kuva nykyrakenteen toteutuneesta tekemisestä saadaankin liiketoimintojen itsenäisistä historioista. Vuosina 2017-2021 (TTM) nykyiset toiminnot ylsivät 7 % liikevaihdon keskimääräiseen kasvuun, kun taas oikaistun EBITA:n kasvu ennen konsernikuluja oli 5 %. Pidämme tätä merkinä toimintojen järkevistä asemoitumisista ja riittävästä kilpailukyvyistä.

Varsinaisen alihankinnan osuus on pieni

Ulkopuolisten palveluiden ja materiaalien osuus Loihteen kokonaiskustannuksista on liikkunut noin 32-45 % välissä. Myös liikevaihtoon nähden ulkopuolisten palveluiden historiallinen osuus on vaihdellut samassa välissä. Luonteeltaan nämä kustannukset ovat käytännössä täysin muuttuvia ja siten ei-skaalautuvia. Suurin osa näistä kuluista kohdistuu fyysisen turvan materiaaliostoihin, kun taas Digitaalisen kehittämisen alle menevien kulujen (mm. alihankinta ja pieni määrä lisenssikuluja) osuus on alle 10 % liikevaihdesta.

Arviomme mukaan Loihteen alihankintaverkosto on rakenteeltaan tarpeeksi monipuolinen, mutta

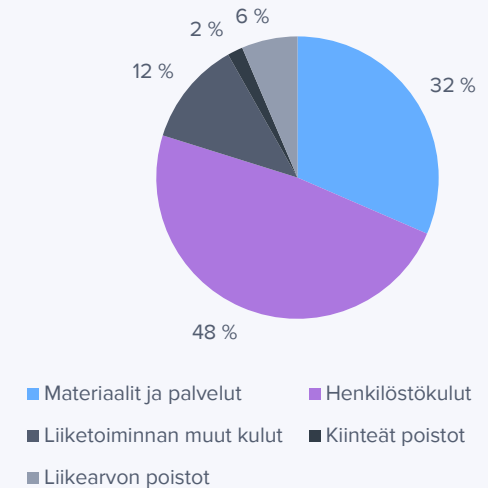
kooltaan pieni ja siten suurempien hankkeiden tukemista ajatellen riittämätön. Tätä heijastellen verkoston kehittäminen on arviomme mukaan yksi harkinnan alla olevista kehityskohteista.

Henkilöstökulut suurin yksittäinen erä

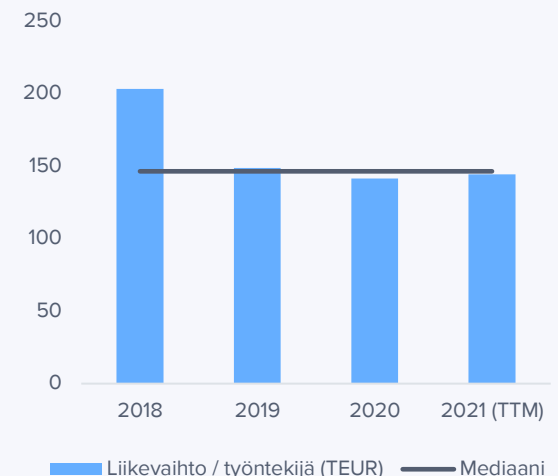
Loihteen kulurakenteen suurin yksittäinen erä on henkilöstökulut, sillä toimintojen ansaintamallit ovat hyvin tieto- ja henkilöintensiivisiä. Henkilöstökulut ovat luonteeltaan pääosin kiinteitä. Ilman laskutusasteista löytyvää nousuvaraa ne eivät kuitenkaan ole erityisen skaalautuvaa sorttia, koska tietyn pisteen jälkeen orgaaninen kasvu vaatii taakseen aina uusia rekrytointeja. Kulujen kiinteästä luonteesta johtuen niiden lyhyen aikavälin joustovara on rajallinen, mikä puolestaan asettaa tiettyjä haasteita lyhyen tähtäimen kustannustason sopeuttamiselle.

Vuonna 2021 (TTM) Loihteen henkilöstökulut vastasivat yhteensä noin 48 % kokonaiskuluista. Liikevaihtoon suhteutettuna osuus oli puolestaan 51 %. Henkilöstötehokkuutta hyvin kuvaava työntekijäkohtainen liikevaihto on historiallisesti ollut noin 147 TEUR ja viimeisen 12 kuukauden rullaavalta jaksolta liikevaihto / työntekijä asettui samalle tasolle. Ansaintalogiikkoja mukaillen pidämme varsin varmana sitä, että henkilöstötehokkuuteen keskittyminen on Loihteelle olennainen osa sekä operatiivista että strategista tekemistä. Pitkällä aikavälillä omat tehokkuusnostot ovat kriittisiä myös palkkainflaation torjumista ajatellen, sillä sen suora ja täysimääräinen siirtäminen asiakashintoihin on arviomme mukaan haastavaa.

Kustannusrakenne 2021 (TTM)



Henkilöstötehokkuuden kehitys



Taloudellinen tilanne 2/3

Muissa kuluissa pieni skaalausvara

Kolmas olennainen kuluerä on liiketoiminnan muut kulut. Nämä kulut ovat pääosin kiinteitä, mutta mukana on myös joitain muuttuvia palasia. Liikevaihtoon suhteutettuna muut kulut ovat historiallisesti muodostaneet noin 13-14 %. Näin ollen muiden kulujen kontrolli on ollut varsin hyvää, mikä arviomme mukaan on ollut pitkälti seurausta alla olevien toimintojen yrittäjähenkisistä ja siten kulutietoisuutta vaalivista kulttuureista. Tätä heijastellen odotamme muiden kulujen pysyvän jatkossakin suhteellisen matalina ja yhtiön löytävän tästä massasta myös pientä skaalausvaraa.

Taseasema on erittäin vahva

H1'21:n lopussa Lohiteen omavaraisuusaste oli 80 % ja nettovelkaantumisaste -40 % (ml. rahoitusarvopaperit). Nämä tasot ovat toimintalogiikat huomioiden erittäin vahvoja. Taseasema on vankka myös velankantokyvyn näkökulmasta, sillä viimeisen 12 kuukauden operatiivisilla luvuilla Lohiteen nettovelan suhde käyttökatteeseen oli noin -9x tasolla. Nykyisten liiketoimintojen kassavirtaprofiilit huomioiden pidämme myös yhtiön pidemmän aikavälin rakenteellista velankantokykyä mainiona. Yritysostoja kartoittava kasvustrategiaa ja osin myös voitonjakopolitiikkaa heijastellen uskomme taseen pysyvän kuitenkin jatkossakin vahvanpuoleisena.

Arviomme mukaan tällainen taseasema voisi omavaraisuusastella tarkoittaa karkeasti noin 50-60 % tasoa ja vastaavasti pientä nettokassaa. Nämä olisivat vielä hyvinkin konservatiivisia tasoja, ja yritysostojen yhteydessä huomattavasti

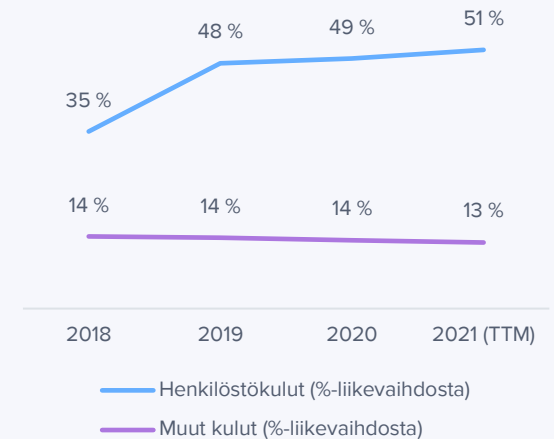
reippaammankin vivun käyttäminen olisi mielestämme perusteltua. Ostokohteelta tällainen lähestyminen edellyttäisi arviomme mukaan kuitenkin hyvää strategista sopivuutta ja tavallista pienempiä integraatoriskejä.

Tätä taustaa vasten Lohiteella on mielestämme rutkasti taloudellista liikkumatilaa niin strategiansa orgaanista kuin yritysostojenkin kautta tapahtuvaa toteuttamista ajatellen. Vahvasta taseasemasta huolimatta emme kuitenkaan odota yhtiön etsivän pääoman allokoinnissaan nopeita ja ylikapitalisoitunutta tasetta väkipakolla purkavia ratkaisuja. Täten uskomme Lohiteen jatkavan sopivien ostokohteiden kärsivällistä kartoittamista tulevaisuudessakin. Pidämme tätä viisaana valintana myös vallitsevat olosuhteet huomioiden, sillä kasvanut yritysostoaktiiviteetti on kohottanut potentiaalisten järjestelykohteiden arvostuksia ja vaikeuttanut pääoman arvoa luovaa allokoointia.

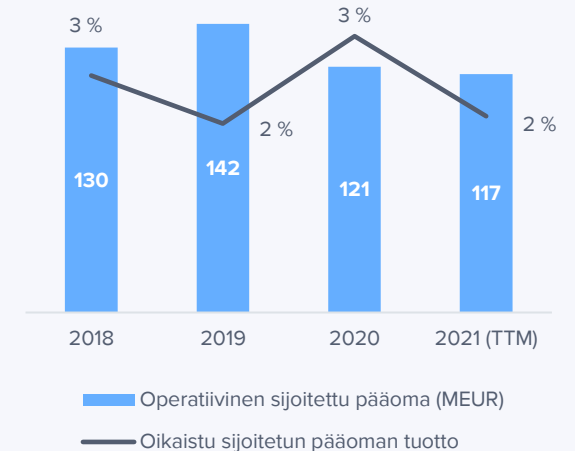
Kassavirtaa tulee mukavasti

Tavanomaisten käyttöpääomatarpeiden ja normaalien investointien (pl. yritysostot) jälkeen Lohiteen operatiivisen vapaan kassavirran suhde liikearvon poistoista oikaistuun liikevoittoon on ollut sekä kestävästi että selvästi yli 50 %. Liiketoimintojen kehittäminen ei tule tulevina vuosinakaan vaatimaan isoja orgaanisia investointeja, minkä tulisi yhdessä kasvun ja asteittain kohoavan tehokkuustason kanssa tarjota edellytykset absoluuttisesti vahvan kassavirran tekemiselle. Vahva kassavirta puolestaan tukee strategian epäorgaanista toteuttamista ja samalla vahvistaa Lohiteen osingonmaksukykyä.

Henkilöstö- ja muut kulut

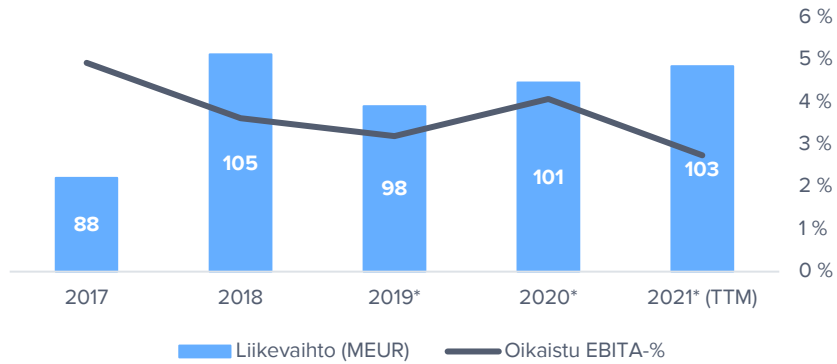


Sijoitetun pääoman tuoton kehitys



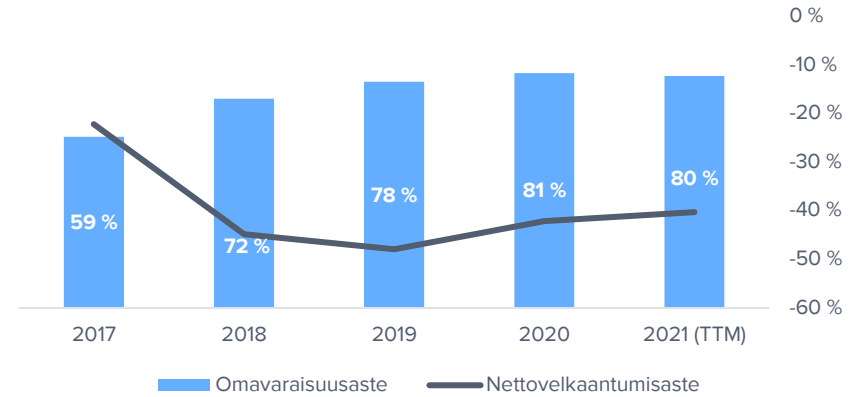
Taloudellinen tilanne 3/3

Liikevaihdon ja kannattavuuden kehitys

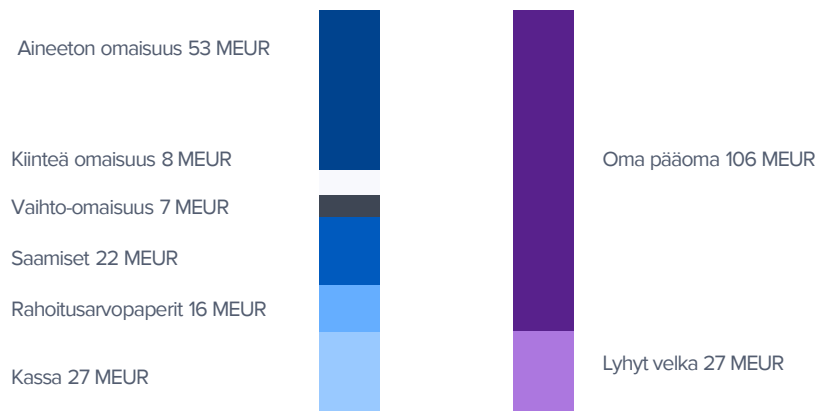


*Jatkuvat toiminnot

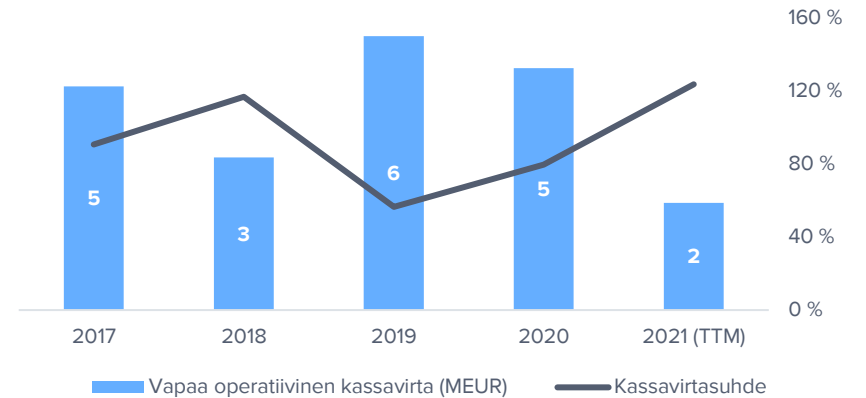
Taseaseman kehitys



Taseasema H1'21:n lopussa



Kassavirran kehitys



Ennusteet 1/3

Ennustemalli

Ennustamme Lohde Groupin liikevaihdon kehitystä lyhyellä ja keskipitkällä aikavälillä alla olevien jatkuvien tulovirtojen, arvioimamme uusien kauppoiden sekä henkilöstömäärän kehittymisen perusteella. Pitkällä aikavälillä odotuksemme pohjaavat pitkälti kohdemarkkinoiden yleisiin suuntaviivoihin ja niihin vaikuttaviin tekijöihin. Jatkuvat palvelut tuovat Lohde Groupin lyhyen aikavälin kehittymiseen tiettyä lisänäkyyvyyttä ja tekevät siitä siten hieman paremman verrattuna täysin puhtaisiin projektitaloihin. Jatkuvien palveluiden osuus koko konsernin liikevaihdosta on kuitenkin vielä kohtuullisen pieni. Tätä peilaten keskeisimmät lyhyen aikavälin epävarmuudet liittyvät uusien kauppoiden voittamiseen, tarvittavien käsiparien rekrytoimiseen ja tätä kautta kasvun kulmakertoimeen. Samat muuttujat vaikuttavat luonnollisesti myös pitkällä aikavälillä, joskin tällöin kasvun tavoittelussa onnistuminen on lyhyttä aikajaksoa riippuvaisempi oman kilpailuaseman ja -kyvyn kehittämisestä sekä strategian suunnitelmien mukaisesta etenemisestä.

Lyhyen ja keskipitkän aikavälin kannattavuuden arvioinnissa keskitymme sekä odottamamme kasvun, henkilöstömäärän kehityksen ja tehokkuustason (ts. laskutusasteet) arviointiin että kiinteiden kustannusten mallintamiseen. Pitkällä aikavälillä arvioimme kannattavuutta niin näiden tekijöiden kuin nykyiselle liiketoimintarakenteelle kestäviksi arvioimamme marginaalitasojenkin kautta. Oleelliset operatiiviseen kannattavuuteen kohdistuvat epävarmuudet

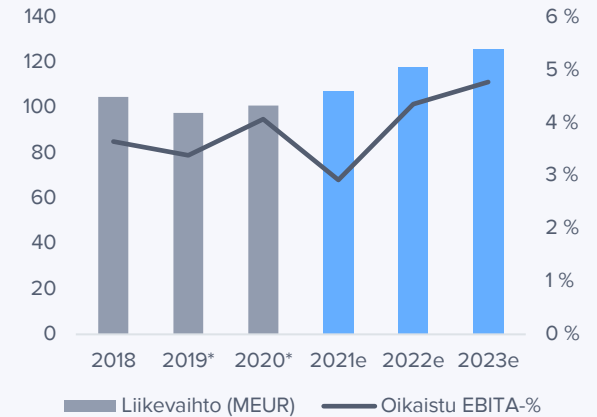
liittyvät liiketoimintojen kuluprofiileja ja ansaintalogiikkoja mukaillen henkilöstötehokkuuteen (ml. palkkainflaatio), etupainotteisiin investointeihin sekä konsernin kiinteän kulutuksen hallitsemiseen. Tuloslaskelman alarivien arviointiin tavanomaisesta poikkeavia kummervenkeja puolestaan aiheuttaa Lohde Groupin taseesta löytyvä iso arvopaperisalkku ja sen elämiseen liittyvä dynamiikka (mm. saadut osingot ja mahdolliset myyntivoitot).

Emme ennusteissamme huomioi mielestämme jo keskipitkällä aikavälillä varsin todennäköisiä yritysjärjestelyjä. Tämän lähestymistavan taustalla on se, että kauppoiden ajoituksia, kokoja ja muita oleellisia tekijöitä — kuten valuaatiota ja ostettavien yhtiöiden strategisia sopivuuksia — on mahdotonta arvioida etukäteen.

Vuonna 2021 luodaan vielä perustaa

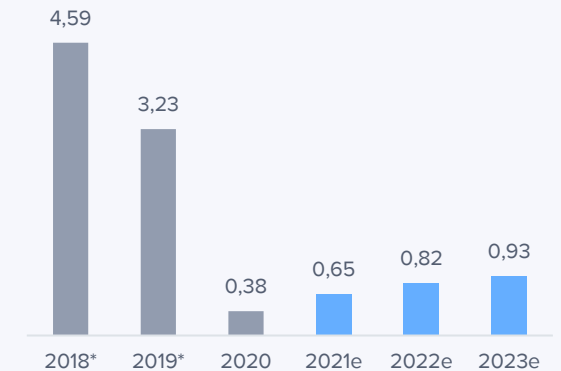
Vuoden 2021 ensimmäisellä puoliskolla Lohde Groupin menossa oli kahdensuuntaista vivahdusta. Alkuvuoden aikana yhtiö toteutti strategiaansa hyvin ja teki kaksi suurempaa yritysjärjestelyä. Helmikuussa myydyin Hibox Systemsin myötä digitaalisen kehittämisen fokusta terävöitettiin ja liiketoiminta-alueesta muodostui puhtaasti uusien digitaalisten palveluiden luomiseen ja rakentamiseen keskittynyt kokonaisuus. Toukokuussa tämän kokonaisuuden laajuutta ja samalla pidemmän aikavälin arvonluontiedellytyksiä vahvistettiin digistrategian konsultointiin ja suunnitteluun asemoituneen Talent Basen (nyk. Lohde Advisory) ostolla. Tärkeä strateginen toimenpide oli lisäksi keväällä

Liikevaihdon ja oikaistun kannattavuuden kehitys



*Jatkuvat toiminnot

Oikaistun osakekohtaisen tuloksen kehitys



*Mukana isoja omaisuusserien myynteihin liittyneitä rahoitustuottoja.

Ennusteet 2/3

käynnistetty ja syksyn aikana koko konsernitasolle jalkautettu brändiuudistus.

Operatiivisesti alkuvuoden ratkaisukysynnässä näkyi sen sijaan vielä pienissä määrin koronapandemian aiheuttamat epävarmuudet. Nämä vaikutukset rajoittivat pitkälti vuoden ensimmäisiin kuukausiin ja Digitaaliseen kehittämiseen, sillä Q2:lla alueen orgaaninen kasvu oli jo kelvollista. Turva-liiketoiminta taas eteni mallikkaasti läpi ensimmäisen vuosipuolikkaan ja ylsi H1:llä 6 % orgaanisen kasvuun. Alkuvuonna Lohde jatkoi suunnitellusti kohdennettuja kehityspanostuksia (mm. juuri brändityö ja synergististen kokonaisratkaisuiden luominen). Nämä toimet sekä tiettyjen kuluerien normalisoituminen painoivatkin tulostasoa merkittävästi ja oikaistu liikevoittomarginaali jäi 0,2 %:iin. Pidempää aikaväliä ajatellen tehdyt toimet ovat kuitenkin tarpeen, sillä arviomme mukaan ne luovat perustaa alla olevien liiketoimintojen tehokkaammalle yhteispelille ja siten piilevän tuloksentekopotentiaalin ulosmittaamiselle.

Vuonna 2021 Lohde odottaa Digitaalisen kehittämisen jatkuvien toimintojen liikevaihdon kasvavan ja Turva-liiketoiminnan liikevaihdon pysyvän edellisen vuoden tasolla tai kasvavan maltillisesti. Konsernin oikaistun käyttökateen arvioidaan jäävän vuoden 2020 tasosta. Koko vuoden osalta odotamme Lohdeen jatkuvien toimintojen liikevaihdon kasvavan 6 % 108 MEUR:oon. Turva-toiminnan ennakoimme tekevän tänä vuonna 71 MEUR:n liikevaihdon hyvin sujuneen alkuvuoden sekä vakaina pysyvän fyysisen turvallisuuden investointiaktiiviteetin

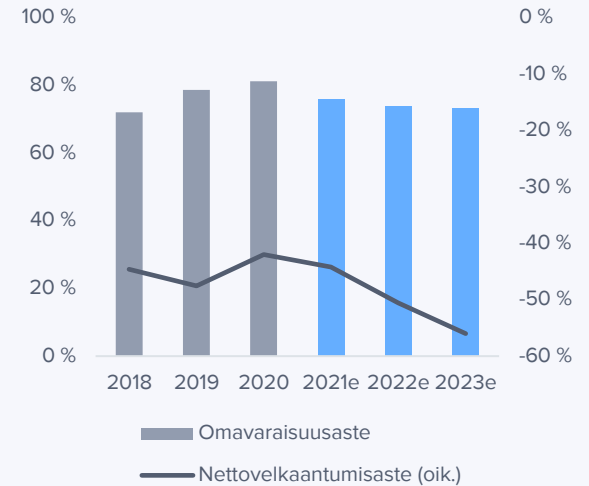
ajamana. Digitaalisen kehittämisen liikevaihdon arvioimme puolestaan kohoavan 36 MEUR:oon toukokuun lopussa toteutetun Lohde Advisory-transaktion tuomia epäorgaanisia hyötyjä sekä piristyviä digitalisaatiohankkeita heijastellen.

Oikaistun käyttökateen arvioimme laskevan liiketoimintojen kehittämistöiden aiheuttamien tehokkuusjättämien sekä yleisen kulutason palautumisen perässä 17 % 5,1 MEUR:oon. Normaaliin kiinteiden poistojen jälkeen tämä tarkoittaa 3,1 MEUR:n oikaistua EBITA:a ja siten 2,9 % marginaalitasoa. Arvopaperisalkusta saatavien rahoitustuottojen sekä arvioimiemme veroerien jälkeen odotamme Lohdeelta 3,9 MEUR:n oikaistua netto- ja vastaavasti 0,65 euron osakekohtaista tulosta. Tästä odotamme yhtiön jakavan päivitetyn jakopolitiikkansa mukaisesti 0,27 euron osakekohtaisen osingon. Hibox-myyntituottojen tuomaa hyvää ja paranevaa käyttö pääomaprofiilia (ts. Digitaalisen kehittämisen suurempi suhteellinen osuus) heijastellen arvioimme operatiivisen kassavirran nousevan erittäin vahvalle tasolle. Sama sanapari pätee myös vuoden lopulle odottamamme taseasemaan (2021e: omavaraisuusaste 76 % ja nettovelkaantumisaste -44 %).

Suorituskykyisempi ensi vuosi

Vuonna 2022 odotamme Lohdeen nykyrakenteen kiihdyttävän ja liikevaihdon kasvavan 10 % 118 MEUR:oon. Turvan puolella odotamme nousevan kyberturvatietysoisuuden ja digitalisaatioasteen (ml. yhteiset rajapinnat Digitaalisen kehittämisen asiakkuuksien kanssa) yhtiön toimivan kasvun

Taseaseman kehitys



Kassavirran kehitys



Ennusteet 3/3

moottorina, mutta kokonaisturvallisuuden teesien pitävän fyysisenkin turvan volyymit kasvua tukevilla tasoilla. Tätä taustaa vasten odotamme liiketoiminta-alueen yltävän 75 MEUR:n liikevaihtoon. Digitaalisen kehittämisen ratkaisukysynnän ennakoimme voimistuvan edellisvuodesta oleellisesti ja Loihteen kykenevän realisoimaan laajan tarjoamansa puitteissa myös ensimmäisiä isomman kokoluokan ristiinmyyntitilaisuuksia. Näitä ajureita ja Loihde Advisoryn viidelle kuukaudelle tuomaa uutta kuormaa mukaillen odotamme Digitaalisen kehittämisen liikevaihdon kohoavan 43 MEUR:oon.

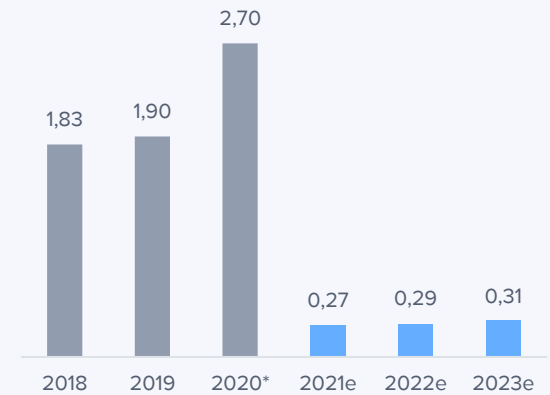
Oikaistun käyttökatteen odotamme nousevan ensi vuonna 7,2 MEUR:oon. Keskeisimpinä tulosajureina pidämme liikevaihdon hyvää kasvua sekä edellisvuodesta petraavaa kokonaistehokkuutta. Normaalien kiinteiden poistojen jälkeen odottamamme käyttökatetaso vastaa 5,2 MEUR:n EBITA:a ja hallinnollinen rakenne huomioiden jo jokseenkin salonkikelpoista 4,4 % marginaalia. Tuloslaskelman alarivien jälkeen odotamme oikaistun nettotuloksen nousevan 4,9 MEUR:oon ja osakekohtaisen tuloksen 0,82 euroon. Emme näe, että ennakoimamme tuloskehitys ja väkivahva tase asettaisi minkäänlaisia esteitä voitonjakopolitiikan mukaisen osingon maksamiselle. Vuoden 2022 lopun omavaraisuusasteen odotamme puolestaan asettuvan 74 %:iin ja nettovelkaantumistasoon -51 %:iin. Tällainen, kuten myös jo vuoden 2021 lopun, taseasema tarjoaa yhtiölle valtavan määrän tilaa strategian mukaisten ja nykyisiä liiketoimintoja vahvistavien yritysostojen toteuttamiselle.

Edellytykset matkavauhdin ylläpitämiselle

Odotamme Loihteen jatkavan nykyisissä liiketoiminnoissaan kannattavaan kasvuun tähtäävää tekemistä myös vuodesta 2022 eteenpäin. Pidemmän aikavälin ennusteessamme odotamme yhtiön pysyvän kiinni hyvässä kasvuvauhdissa kohdemarkkinoita ohjaavien kysyntäajureiden sekä konsernintason kokonaiskyvykkyyden ajamana. Ennustamme Loihteen kasvavan pitkällä tähtäimellä 3-6 %, mikä mukailee nykyistä liiketoimintarakennetta ja sen alle menevien erilaisten toimialojen odotettuja kasvuvauhteja. Näin ollen pidemmän aikavälin ennusteemme on verrattain maltillinen etenkin, kun huomioidaan mielestämme varsin todennäköisten yritysostojen mahdollisuudet. Toisaalta sekä osajamarkkinassa onnistumiseen että nykyisten liiketoimintojen välisen yhteispelin todelliseen toimivuuteen toistaiseksi kohdistuvat kysymysmerkit puoltavat pidemmälle katsoviin orgaanisiin ennusteisiin tiettyä varovaisuutta.

FAS-maailman mukaisen käyttökatemarginaalin odotamme pysyvän pitkällä aikavälillä 6-7 % tasolla (ts. EBITA 4-5 %). Koska käsityksemme mukaan vuoteen 2024 mennessä tapahtuva IFRS-konversio nostaa raportoitua käyttökatetta noin 3-4 %-yksikköä, on arvioimamme pidemmän aikavälin kannattavuustaso samalla linjalla yhtiön omien tavoitteiden kanssa. Keskeisimmät pitkän aikavälin kannattavuusajurit ovat liikevaihdon hallittu kasvu, konsernihallinnon skaalautuminen sekä tavanomaiset tehokkuusnostot. Keskeisimmät riskit liittyvät puolestaan näiden ajureiden vastakohtiin ja omaan uudistumiskykyyn.

Osakekohtaisen osingon kehitys



*Sisältää 0,90 euron First North -listautumiselle ehdollisen ja vielä jakamatta olevan lisävarojensa

Sijoitetun pääoman tuoton kehitys



Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2019	Q1'20	Q2'20	Q3'20	Q4'20	2020	Q1'21	Q2'21	Q3'21e	Q4'21e	2021e	2022e	2023e	2024e
Liikevaihto	97,8	24,6	24,3	23,3	28,9	101	24,2	26,9	25,4	31,0	108	118	126	133
Turva	65,1	16,0	16,7	15,9	20,6	69,1	16,4	18,3	16,0	20,7	71,4	74,9	78,7	81,8
Digitaalinen kehittäminen*	32,3	8,6	7,7	7,3	8,5	32,0	7,8	8,6	9,4	10,4	36,3	43,4	47,3	51,1
Muut	0,4	0,0	0,0	0,0	-0,1	-0,1	0,0	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
Käyttökate ilman kertaeriä	5,5	1,1	1,4	1,5	2,2	6,2	0,4	0,7	1,5	2,5	5,1	7,2	8,0	8,7
Käyttökate	5,6	0,8	1,4	1,4	1,9	5,4	6,1	0,6	0,7	2,5	9,9	7,2	8,0	8,7
Poistot ja arvonalennukset	-10,8	-2,3	-2,4	-2,3	-2,3	-9,3	-2,3	-2,3	-2,3	-2,3	-9,2	-9,4	-9,4	-9,4
Liikevoitto ilman kertaeriä	3,3	0,6	0,8	1,0	1,7	4,1	-0,1	0,2	1,0	2,0	3,1	5,2	6,0	6,8
Liikevoitto	-5,2	-1,5	-0,9	-1,0	-0,4	-3,8	3,8	-1,7	-1,6	0,2	0,7	-2,2	-1,4	-0,6
Nettorahoituskulut	20,8	0,0	0,0	0,0	0,8	0,8	0,0	0,4	0,3	0,3	1,0	1,0	1,0	1,0
Tulos ennen veroja	15,6	-1,5	-0,9	-1,0	0,3	-3,1	3,8	-1,4	-1,3	0,5	1,7	-1,2	-0,4	0,4
Verot	-4,5	-1,2	0,7	0,0	-0,4	-1,0	0,2	0,3	-0,1	-0,1	0,3	0,2	0,1	-0,1
Vähemmistöosuudet	-0,2	0,0	0,0	0,0	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettotulos	10,9	-2,7	-0,3	-1,0	-0,2	-4,2	4,0	-1,1	-1,4	0,4	1,9	-1,0	-0,3	0,3
EPS (oikaistu)	3,23	-0,18	0,20	0,10	0,27	0,38	0,14	0,08	0,12	0,30	0,65	0,82	0,93	1,04
EPS (raportoitu)	1,99	-0,47	-0,05	-0,18	-0,03	-0,72	0,66	-0,18	-0,23	0,07	0,32	-0,17	-0,05	0,05

Tunnusluvut	2019	Q1'20	Q2'20	Q3'20	Q4'20	2020	Q1'21	Q2'21	Q3'21e	Q4'21e	2021e	2022e	2023e	2024e
Liikevaihdon kasvu-%	-6,8 %	-1,1 %	-9,0 %	1,0 %	24,5 %	3,3 %	-1,4 %	10,7 %	9,1 %	7,4 %	6,4 %	9,9 %	6,5 %	5,5 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	-13,4 %	-30,7 %	151,0 %	49,3 %	13,6 %	24,1 %	-116,4 %	-76,2 %	4,2 %	15,8 %	-23,5 %	63,8 %	16,7 %	12,8 %
Oikaistu käyttökate-%	5,6 %	4,3 %	5,6 %	6,5 %	7,7 %	6,1 %	1,7 %	2,6 %	6,1 %	8,0 %	4,8 %	6,1 %	6,3 %	6,6 %
Käyttökate-%	5,7 %	3,1 %	5,9 %	5,9 %	6,5 %	5,4 %	25,0 %	2,2 %	2,9 %	8,0 %	9,2 %	6,1 %	6,3 %	6,6 %
Oikaistu liikevoitto-%	3,4 %	2,2 %	3,5 %	4,3 %	6,0 %	4,1 %	-0,4 %	0,7 %	4,1 %	6,4 %	2,9 %	4,4 %	4,8 %	5,1 %
Nettotulos-%	11,1 %	-11,0 %	-1,1 %	-4,4 %	-0,6 %	-4,1 %	16,4 %	-3,9 %	-5,3 %	1,3 %	1,8 %	-0,8 %	-0,2 %	0,2 %

Lähde: Inderes

*2019-2021 jatkuvat toiminnot, H2'20 Inderesin arvio

Tase

Vastaavaa	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Pysyvät vastaavat	58,1	55,2	47,8	40,4	33,0
Aineettomat hyödykkeet	49,2	46,5	39,3	31,9	24,5
Käyttöomaisuus	8,7	8,5	8,5	8,5	8,5
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut sijoitukset	0,2	0,2	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	94,4	81,5	79,6	87,0	92,8
Vaihto-omaisuus	5,6	6,7	7,7	7,7	7,6
Muut lyhytaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Myyntisaamiset	26,4	28,4	29,0	31,7	33,6
Likvidit varat	62,4	46,4	42,8	47,6	51,6
Taseen loppusumma	153	137	127	127	126

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Oma pääoma	119	111	96,9	94,3	92,2
Osakepääoma	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5
Kertyneet voittovarot	64,8	50,8	37,2	34,6	32,5
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muu oma pääoma	52,2	57,8	57,8	57,8	57,8
Vähemmistöosuus	1,0	0,4	0,4	0,4	0,4
Pitkäaikaiset velat	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Laskennalliset verovelat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lainat rahoituslaitoksilta	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Lyhytaikaiset velat	33,0	26,1	30,5	33,1	33,6
Lainat rahoituslaitoksilta	5,7	0,0	0,0	0,0	0,0
Lyhytaikaiset korottomat velat	5,2	5,7	6,5	7,1	7,6
Muut lyhytaikaiset velat	22,0	20,4	24,0	26,0	26,0
Taseen loppusumma	153	137	127	127	126

Arvonmääritys 1/3

Hinnoittelu on tulosperusteista

Mielestämme Loihteen hinnoittelua on järkevintä lähestyä tulosperusteisten kertomien kautta. Loihteen yhtiö- ja sijoitusprofiili huomioiden pidämme vahvan taseen huomioivaa EV/EBITDA-sekä isot liikearvon poistot oikaisevaa EV/EBITA-kerrointa (ts. oikaistu EV/EBIT) käyttökelpoisimpina mittareina. Myös oikaistu nettotulosperusteinen P/E-luku on Loihteelle periaatteessa hyvinkin toimiva, joskin valtava nettokassa sen käyttökelpoisuutta rokottaakin. Mielestämme liikevaihtoperusteinen EV/S-kerroin toimii puolestaan hyvänä hygieniatestinä ja eräänlaisena lämpömittarina osakkeeseen ladattujen kasvu- ja kannattavuusodotusten tarkastelulle. Absoluuttisina kertomina olemme hyödyntäneet määrittelemämme hyväksyttäviiä tuloskertoimia, jotka pohjautuvat näkemykseemme yhtiön kasvu-, kannattavuus- ja riskiprofiilista. Lisäksi olemme hyödyntäneet koostamamme verokkiryhmän hinnoittelua.

Arvostuksessa huomioitavat tekijät

Mielestämme seuraavat tekijät vaikuttavat Loihteen arvostukseen:

- **Nykyisten liiketoimintojen itsenäiset historialliset** näytöt kannattavasta kasvusta ovat kokonaisuudessaan tyydyttävät. Tämä lisää luottamusta alta löytyvien pidemmän aikavälin kilpailukykyjen ja niiden taustalla olevien tekijöiden kestävyyyksiä kohtaan.
- **Orgaaniset kasvunäkymät ovat** hyvät ja jatkuvat palvelut osaltaan pienentävät lyhyen aikavälin tuloskehitykseen liittyvää riskitasoa.

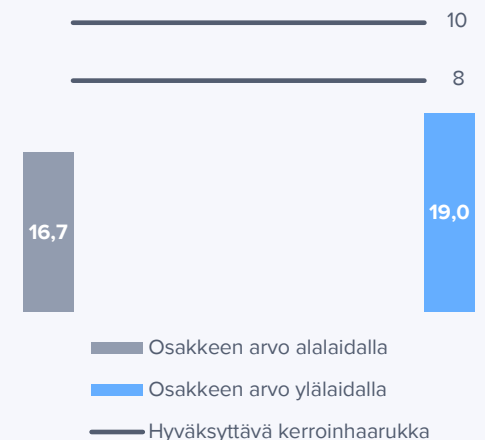
Yksittäisten liiketoimintojen tasolla Loihteen skaalat eivät ole valtavia, eivätkä siten myöskään kasvun edellyttämät absoluuttiset rekryointitarpeet massiivisia. Tämän tulisi helpottaa tarjolle tuleviin kasvumahdollisuuksiin vastaamista.

- **Konsernin palvelutarjoama** on hyvin laaja ja asiakasportfolion teollisuudenalojen kirjo monipuolinen. Arviomme mukaan tämä yhdistelmä avaa yhtiölle mielenkiintoisia ristiinmyyntisaumoja ja samalla pienentää riippuvuutta yksittäisestä palvelualueesta ja / tai teollisuudenalan investointivaiheesta.
- **Taseasema on erittäin vahva** ja liiketoimintojen kassavirtaprofiilit terveitä. Nämä tekijät yhdessä pienten orgaanisten investointitarpeiden kanssa luovat Loihteelle paljon vaihtoehtoja kasvustrategian yritysostovetoiselle vauhdittamiselle. Samat tekijät tukevat myös tasaisesti kasvavaa osingonjakoa.
- **Fyysinen turva on** lähtökohtaisesti muita palvelualueita matalakatteisempaa pääomatarpeeltaan korkeampaa ja itsenäiseltä arvонуontikyvyiltään maltillisempaa toimintaa. Nämä tekijät ja fyysisen turvan kohtuullisen korkea suhteellinen osuus painavat mielestämme jonkin verran koko konsernille hyväksyttävää arvostustasoa.
- **Nykyisten liiketoimintojen yhteispelin** ja konsernistrategian todellinen toimivuus on vielä todistettavana. Täten täysi nojaaminen hahmoteltavissa olevaan potentiaaliin ei nykyisessä kehitysvaiheessa ole perusteltua.

Arvonmäärityksen osakekohtainen yhteenveto



EV/EBITDA (oik.)



Arvonmääritys 2/3

Näiden tekijöiden pohjalta Loihteelle neutraali ja normaalien olosuhteiden arvostus voisi mielestämme EV/EBITDA-kertoimella tarkoittaa noin 8x-10x tasoja, oikaistulla EV/EBIT-kertoimella taas noin 10x-12x ja vastaavasti P/E-luvulla noin 12x-15x. Näiden haarukoiden keskipisteet vastaavat karkeasti Helsingin pörssin historiallisten mediaanien vastaavia kohtia. Lähtökohtaisesti emme kuitenkaan tarkastele Loihteen arvostusta suhteessa pörssin yleiseen hintatasoon.

Yhtiölle arvioimamme hyväksyttävät kertoimet eivät ole lukittuja. Mikäli kasvustrategian toteuttaminen etenee suunnitelmien mukaisesti ja liiketoimintojen välisiä yhteisiä rajapintoja kyetään hyödyntämään odotuksiamme paremmin, on arvioimassamme kerroinhaarukassa luontaista nousuvaraa. Toisaalta sama logiikkaa pätee myös toiseen suuntaan, mitä peilaten tuloksentelekkyyvyn jääminen nykytasolle ja / tai strategian toteuttamisessa epäonnistuminen johtaisi hyväksyttävän arvostustason laskuun.

Absoluuttiset kertoimet

Arvioimamme neutraalin EV/EBITDA-haarukan keskipisteellä ja ensi vuodelle odottamallamme käyttökatteella yhtiön markkina-arvoksi saadaan **17,8 euroa osakkeelta**. Vastaavasti arvioimaamme oikaistua EV/EBIT-kerrointa ja saman jakson tulostasoa soveltamalla käyväksi markkina-arvoksi voidaan arvioida **16,6 euroa osakkeelta**.

Mielestämme vuoden 2022 ennusteisiin katsominen on tässä yhteydessä perusteltua, sillä ne huomioivat aikaisemmin tänä vuonna tehdyt Lohde Advisory -yritysjärjestelyn täysimääräisesti.

Ensi vuonna myös tulostason tulisi olla suhteellisesti maltillisempien kehityspanostusten sekä petraavan kokonaistehokkuuden myötä lähempänä nykyrakenteen todellista perustasoa.

Kassavirtapohjainen arvonmääritys

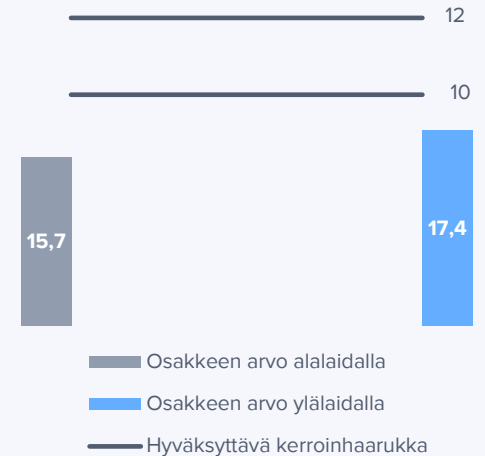
Annamme arvonmäärityksessämme painoarvoa myös kassavirtapohjaiselle mallille (DCF) huolimatta siitä, että se on varsin herkkä terminaalijakson muuttujille. DCF-mallimme mukainen osakkeen arvo on **20,1 euroa**. Tämä on linjassa muiden hinnoittelumalliemme kanssa ja siten antaa mielestämme hyvän kuvan Loihteen nykyrakenteen mukaisesta käyvästä arvosta.

Ennustemallissamme yhtiön liikevaihdon kasvu tasaantuu pitkällä aikavälillä 3-4 %:iin ja liikearvon poistoista oikaistu liikevoittomarginaali asettuu 4-5 %:iin. Yhtiön viime vuosien tekemiseen linjattuna tällainen kannattavuustaso on himpun verran korkeampi, mutta valtavia suorituskykynostoja mallin mukainen suorittaminen ei kuitenkaan edellytä. Mallissamme terminaalijakson painoarvo on vielä neutraalilla 53 % tasolla. Käyttämämme pääoman kustannus (WACC) on 8,1 % ja oman pääoman kustannus 8,5 %. Riskittömänä korkona olemme soveltaneet 2 % ja markkinan riskipreemiona vastaavasti 4,75 %.

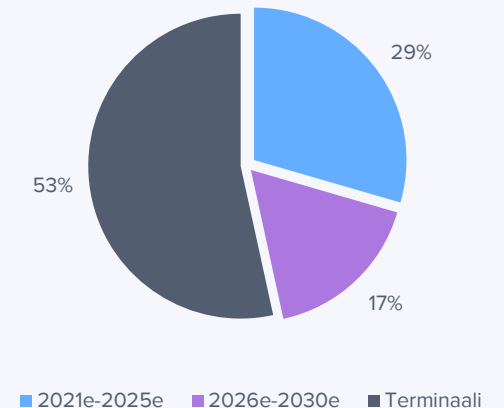
Suhteelliset kertoimet

Koska Loihteen liiketoiminnan rakenne on hyvin monipuolinen, ei yhtiölle voida koota täysin yhteismitallista verrokkijoukkoa. Helsingin pörssissä on kuitenkin tarjolla runsas joukko IT-palveluyhtiöitä. Nämä yhtiöt ovat käytännössä

EV/EBIT (oik.)



Kassavirtojen jakautuminen DCF-mallissa



Arvonmääritys 3/3

suoraan verrannollisia Loihteen Digitaalinen kehittäminen -liiketoiminnan kanssa ja niiden ansaintamallit omaavat tiettyjä yhteneväisyyksiä Turva-liiketoimintaan nähden. Lisäksi kun huomioidaan se, että Digitaalinen kehittäminen on Loihteelle selkeä strateginen painopistealue, voidaan IT-palveluyhtiöistä koottua verrokkiryhmää mielestämme perustellusti soveltaa suhteellisen hinnoittelun tarkastelussa. Verrokkiryhmästä on kuitenkin hyvä tiedostaa se, että yhtiöiden kannattavuusprofiilit, liiketoimintojen rakenteet ja riskitasot eivät ole täysin samanlaisia. Osa Loihteen liiketoiminnoille relevanteista verrokeista on myös listaamattomia yhtiöitä, mistä johtuen kaikkia kilpailijoita ei ole mahdollista ottaa mukaan.

Yleisesti ottaen vertailuryhmän arvostustasot ovat nousseet viimeisen parin vuoden aikana varsin selvästi. Arviomme mukaan tämän taustalla on ollut sekä kohentunut osakemarkkinasentimentti että yhtiöiden parantuneet operatiiviset tekemiset. Lisäksi uskomme, että IT-palveluyhtiöiden perustoimintaa ja sen roolia asiakkaan arvonluonnissa on ryhdytty ymmärtämään aikaisempaa paremmin.

Näkemyksemme mukaan Lohde tulisi nykyisessä kehitysvaiheessaan hinnoitella tulos pohjaisesti noin 5-10 % alennuksella suhteessa verrokkiryhmään. Tätä ja verrokkien tämänhetkisiä ensi vuoden kertoimia soveltamalla yhtiön arvoksi voidaan haarukoida **15,7-16,8 euroa osakkeelta**.

Staattinen käypä arvo

Mielestämme Loihteen kaltaiselle palveluyhtiölle käypää arvoa voidaan lähestyä myös vallitsevan

henkilöstömäärän, tuottavuuden ja kulurakenteen kautta. Tällä hetkellä Loihteella on hieman yli 750 työntekijää. Mikäli yhtiö keskittyisi pelkästään näiden osaajien tuottavuuksien optimointiin, olisi työntekijäkohtainen liikevaihto arviomme mukaan pitää kestävästi noin 145-155 TEUR:n tasolla. Näin ollen pelkästään nykyisillä resursseilla yhtiön olisi mahdollista yltää noin 109-117 MEUR:n liikevaihtoon. Kulutason näkökulmasta nykyisten osaajien tulospotentiaalain optimointi puolestaan tarkoittaisi sitä, ettei kasvun edellyttämiä etupainotteisia rekrytointia toteutettaisi. Tällaisessa maailmassa Loihteella olisikin arviomme mukaan edellytyksiä tehdä kestävästi yli 5 % EBITA-marginaalia, mikä vastaisi arvioimallamme liikevaihtokuormalla noin 5,7-6,4 MEUR:n absoluuttista EBITA:a. Tätä tulostasoa, 11x-12x oikaistua EV/EBIT-kerrointa sekä vuoden 2021 lopun ennusteidemme mukaista 43 MEUR:n nettokassaa soveltamalla yhtiön käyvän arvon haarukaksi voidaan riittävin varmuusvaroin arvioida **17,6-20,0 euroa osakkeelta**.

Korostamme kuitenkin, että edellä esitetty lähestymistapa on staattinen, eikä se itsessään ota huomioon strategian etenemistä. Pidemmällä aikavälillä uskommekin käyvän arvon haarukan nousevan yhtiön tekemien rekrytointien, asteittain realisoituvien ristiinmyyntisynergioiden, strategiaan kuuluvien yritysostojen ja kaikkien edellä mainittujen tekijöiden myötä laajenevan tulos pohjan mukana. Pitkällä aikavälillä luonnollisesti myös muutokset hyväksyttävässä arvostustasossa ovat käyvän arvon muutosten konkreettisia ajureita.

Suhteellinen arvonmääritys

	2021e	2022e
Oikaistu EBITDA (MEUR)	5,1	7,2
EV/EBITDA (verrokki -5 %)	10x	8x
Yritysarvo (MEUR)	49	62
Nettokassa (MEUR)	43	43
Osakekannan arvo (MEUR)	92	101
Per osake (EUR)	15,3	16,8

	2021e	2022e
Oikaistu EBIT (MEUR)	3,1	5,2
EV/EBIT (verrokki -5 %)	12x	10x
Yritysarvo (MEUR)	38	52
Nettokassa (MEUR)	43	43
Osakekannan arvo (MEUR)	81	95
Per osake (EUR)	13,5	15,7

Staattinen käypä arvo

Nykyinen henkilöstömäärä	754	
	Alaraja	Yläraja
Kestävä tuottavuustaso (TEUR)	145	155
Kestävä liikevaihto (MEUR)	109	117
Kestävä EBITA-marginaali	5%	6%
Kestävä EBITA (MEUR)	5,7	6,4
Neutraali oikaistu EV/EBIT	11x	12x
Yritysarvo (MEUR)	63	77
Nettokassa (MEUR)	43	43
Osakekannan arvo (MEUR)	106	120
Per osake (EUR)	17,6	20,0

Kassavirtamalli

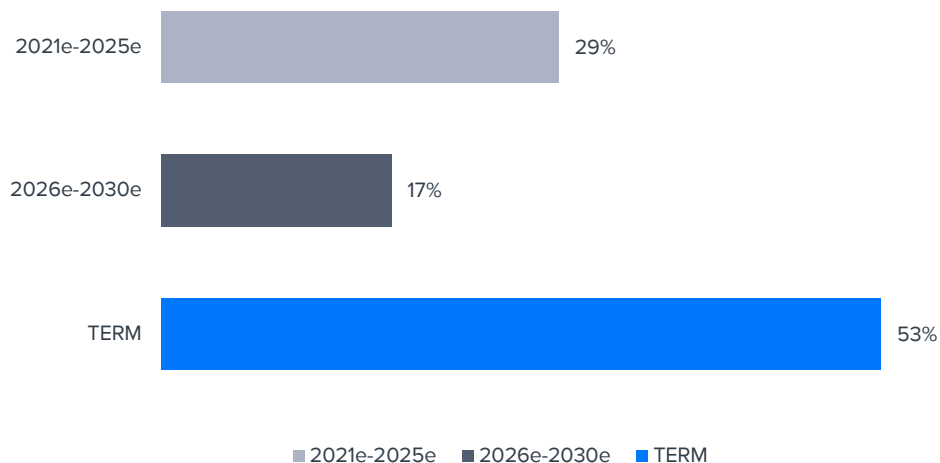
DCF-laskelma	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	TERM
Liikevoitto	-3,8	0,7	-2,2	-1,4	-0,6	7,5	7,9	8,2	8,4	8,3	8,5	
+ Kokonaispoistot	9,3	9,2	9,4	9,4	9,4	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	
- Maksetut verot	0,0	0,3	0,2	0,1	-0,1	-1,7	-1,8	-1,8	-1,9	-1,9	-1,9	
- verot rahoituskuluista	0,2	-0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	
+ 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	-4,3	2,7	0,1	-1,3	-2,5	-1,3	-1,4	-0,9	-0,7	-2,0	-0,8	
Operatiivinen kassavirta	1,3	12,7	7,7	6,9	6,4	6,7	6,9	7,7	7,9	6,7	8,0	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	-6,4	-1,8	-2,0	-2,0	-2,0	-2,0	-2,0	-2,0	-2,0	-2,0	-2,0	
Vapaa operatiivinen kassavirta	-5,1	10,9	5,7	4,9	4,4	4,7	4,9	5,7	5,9	4,7	6,0	
+/- 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	-5,1	10,9	5,7	4,9	4,4	4,7	4,9	5,7	5,9	4,7	6,0	99,5
Diskontattu vapaa kassavirta		10,7	5,1	4,1	3,4	3,3	3,3	3,5	3,4	2,4	2,9	48,3
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		90,4	79,8	74,6	70,5	67,1	63,7	60,5	57,0	53,6	51,2	48,3
Velaton arvo DCF		90,4										
- Korolliset velat		0,0										
+ Rahavarat		46,4										
-Vähemmistöosuus		-0,5										
-Osinko/pääomapalautus		-15,6										
Oman pääoman arvo DCF		121										
Oman pääoman arvo DCF per osake		20,1										

Pääoman kustannus (wacc)

Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	5,0 %
Vieraan pääoman kustannus	2,0 %
Yrityksen Beta	1,15
Markkinoiden riski-premio	4,75 %
Likviditeettipremio	1,00 %
Riskitön korko	2,0 %
Oman pääoman kustannus	8,5 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	8,1 %

Lähde: Inderes

Rahavirran jakauma jaksoittain



Verrokkiryhmän* arvostus

Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Osakekurssi	Markkina-arvo MEUR	Yritysarvo MEUR	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
				2021e	2022e	2021e	2022e	2021e	2022e	2021e	2022e	2021e	2022e	2021e
Netum*	4,30	50	43	12,5	10,7	11,3	10,2	2,0	1,7	18,1	16,6	1,6	1,9	3,6
Solteq*	5,36	103	123	12,8	10,3	8,5	7,0	1,7	1,5	16,6	13,2	1,8	2,7	16,9
Innofactor*	1,51	56	59	10,5	8,1	5,4	5,8	0,9	0,8	15,6	10,6	4,0	4,7	15,6
Digia*	6,69	182	197	12,6	11,0	9,6	8,7	1,3	1,2	14,4	12,8	2,5	3,0	14,4
TietoEvy*	27,08	3209	3862	10,3	9,0	7,3	7,3	1,4	1,3	11,3	10,3	5,0	5,2	11,3
Vincit*	8,52	103	99	13,5	8,9	11,4	8,4	1,6	1,3	18,0	12,1	2,3	2,6	18,0
Silli*	14,00	98	122	13,4	10,9	10,4	8,9	1,3	1,1	15,0	13,4	2,4	2,9	15,0
Gofore*	21,30	321	295	21,8	18,8	18,2	15,9	2,9	2,6	28,6	25,8	1,6	5,3	1,4
Nixu*	7,32	54	58	79,2	21,0	26,5	12,9	1,1	0,9	318,3	29,3			3,9
Bilot*	6,90	34	23	10,6	8,5	9,8	7,9	0,9	0,8	18,2	15,5	1,2	1,5	18,2
Knowit AB (publ)	366,00	690	634	19,9	14,4	14,3	11,0	1,7	1,3	21,3	19,1	1,9	2,0	
Enea AB	216,00	488	504	26,7	16,1	15,7	12,2	5,4	4,2	29,0	20,4			2,9
Bouvet ASA	60,00	611	594	17,4	16,1	14,2	13,0	2,1	1,8	25,8	23,8	3,5	4,0	14,1
Loihde (Inderes)														
Keskiarvo				20,1	12,6	12,5	9,9	1,9	1,6	42,3	17,1	2,5	3,2	11,3
Mediaani kaikki				13,4	10,9	11,3	8,9	1,6	1,3	18,1	15,5	2,3	2,9	14,2
Erotus-% vrt. mediaani kaikki														
Mediaani suomalaiset				12,7	10,5	10,1	8,5	1,3	1,2	17,3	13,3	2,3	2,9	14,7
Erotus-% vrt. mediaani suomalaiset														

Lähde: Thomson Reuters / Inderes. Huomautus: Inderesin käyttämä markkina-arvo ei ota huomioon yhtiön hallussa olevia omia osakkeita.

*Tiedot päivitetty 27.9.2021 kello 18.30

Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

Raporteilla esitettävä informaatio on hankittu useista eri julkisista lähteistä, joita Inderes pitää luotettavina. Inderesin pyrkimyksenä on käyttää luotettavaa ja kattavaa tietoa, mutta Inderes ei takaa esitettyjen tietojen virheettömyyttä. Mahdolliset kannanotot, arviot ja ennusteet ovat esittäjiensä näkemyksiä. Inderes ei vastaa esitettyjen tietojen sisällöstä tai paikkansapitävyydestä. Inderes tai sen työntekijät eivät myöskään vastaa raporttien perusteella tehtyjen sijoituspäätösten taloudellisesta tuloksesta tai muista vahingoista (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 laatineen 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.

Inderesin tehtävä on yhdistää pörssiyritykset ja sijoittajat. Tuotamme laadukasta analyysiä ja sisältöjä laajan sijoittajayhteisömme tarpeisiin.

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

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

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

Inderes Oy

Itämerentori 2
00180 Helsinki
+358 10 219 4690

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



STARMINE
ANALYST AWARDS
FROM REFINITIV



THOMSON REUTERS
ANALYST AWARDS



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



Mikael Rautanen
2014, 2016, 2017, 2019



Sauli Vilén
2012, 2016, 2018, 2019, 2020



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



Petri Kajaani
2017, 2019, 2020



Joni Grönqvist
2019, 2020



Erkki Vesola
2018, 2020



Petri Gostowski
2020



Atte Riikola
2020



Olli Koponen
2020

**Analyysi kuuluu
kaikille.**