

Gofore

Laaja raportti

25.3.2022 7:15



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

✓ Inderes Yhtiöasiakas

inde
res.

Erinomaista tekemistä vuodesta toiseen

Goforen näytöt sen kyvystä kasvaa julkisella sektorilla, uudistua jatkuvasti markkinan mukana sekä ylläpitää vahvaa kannattavuutta ovat olleet vakuuttavia läpi historian pienistä vastatuulista huolimatta. Nyt yhtiö hakee kasvua myös Saksasta ja yksityiseltä sektorilta. Arvioimme Goforen jatkavan sektoria vahvempaa ja kannattavampaa kasvua tulevina vuosina, vaikka kuuma osaajamarkkina kehitystä rajoittaakin. Osakkeen tuotto-odotus puoltaa nyt positiivista näkemystä. Nostamme osakkeen suosituksen lisää-tasolle (aik. vähennä) ja toistamme 23 euron tavoitehintamme.

Gofore erottuu digitransformaation neuvonantajana, erityisesti julkisella sektorilla

Gofore on digitalisaation asiantuntijayritys, joka tarjoaa asiantuntijapalveluita liittyen neuvonantoon, palvelumuotoiluun, digitaalisten palveluiden rakentamiseen, pilvisiirtymään sekä ohjelmistotestaukseen. Tuoreimman yritysoston myötä yhtiö laajeni myös älykkäiden laitteiden ja koneiden ohjelmistokehitykseen ja -testaukseen. Yhtiö profiloituu organisaatioiden laaja-alaiseksi digitransformaation ja sen johtamisen neuvonantajaksi, mikä erottaa sitä selkeimmin muista IT-palvelutaloista, jotka lähestyvät markkinaa enemmän teknisestä näkökulmasta. Gofore on viime vuosina vahvistanut edelleen asemiaan IT-markkinalla ja osaajakilpailussa sekä kyennyt uudistumaan IT-markkinan nopeassa muutoksessa, mikä on edellytys hyvän kasvun jatkumiselle.

Kasvualueita on kirkastettu ja sitä haetaan erityisesti yksityiseltä sektorilta ja kansainvälisesti

Gofore tavoittelee lähivuosina yli 20 %:n liikevaihdon kasvua, josta puolet pyritään saavuttamaan orgaanisin voimin. Lisäksi yhtiö on kirkastanut kasvualueitaan ja tavoittelee kansainvälistä kasvua erityisesti suurelta yksityiseltä sektorilta ja Saksan markkinalta. Yhtiön Suomen julkisen sektorin vahvuuden monistaminen yritysmarkkinaa sekä kansainvälisesti on keskeinen edellytys pitkän aikavälin kasvulle, ja vaatii yhtiöltä vielä näyttöjä. Odotamme yhtiön jatkavan myös epäorgaanista kasvua ja luultavimmin vauhdittavan kansainvälistä laajentumista yritysostoilla. Yhtiön vahva tase tarjoaa hyvin liikkumavaraa yritysjärjestelyihin. Kansainvälisissä transaktioissa riskitaso on luonnollisesti korkeampi, mutta yhtiön oma alusta, kulttuuri ja useat näytöt integraatioista laskevat näihin liittyviä riskejä.

Tuloskasvua liikevaihdon vetämänä

Gofore on kasvanut vahvasti ja kannattavasti viime vuosina koronasta, kuumasta osaajakilpailusta ja kasvaneesta kokoluokasta huolimatta. Yhtiön suuret rekrytoinnit antavat hyvän pohjan sektoria vahvemmalle orgaaniselle kasvulle kuluvalle vuodelle. Lyhyellä aikavälillä kuuma osaajamarkkina pitää epävarmuutta kasvun ja kannattavuuden ympärillä, vaikka yhtiö nämä haasteet historiassaan onkin mainiosti selättänyt. Ennustamme yhtiön kasvavan lähivuosina orgaanisesti keskimäärin >10 % vuodessa ja EBITA-%:n nousevan asteittain lähes tavoitellulle 15 %:n tasolle vuonna 2024. Tämä olisi selvästi sektorin keskimääräistä kannattavuutta parempi taso.

Tuotto-odotus puoltaa positiivista näkemystä osakkeesta

Gofore on IT-palvelusektorin Suomen listattujen yhtiöiden kärkeä pitkän historian laadulla, kasvulla ja kannattavuudella mitattuna ja hyväksymme yhtiölle selvän preemion verrokkeihin. Osakkeen arvostus on EV/EBITA-kertoimilla 15x ja 13x vuosina 2022-23, mikä on näkemyksemme mukaan neutraali. Odottamastamme tuloskasvusta sekä osingosta muodostuva tuotto-odotus ylittää tuottovaatimuksen puoltaen positiivista näkemystä osakkeesta. Kuuma osaajamarkkina pitää riskitasoa kuitenkin koholla, vaikka yhtiö viime vuodesta erinomaisesti selvisikin.

Suositus

Lisää

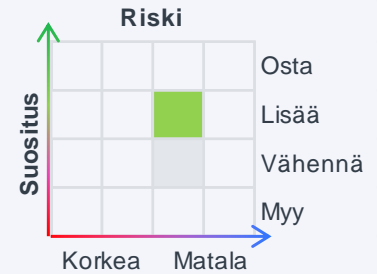
(aik. Vähennä)

23,00 EUR

(aik. 23,00 EUR)

Osakekurssi:

21,50



Avainluvut

	2021	2022e	2023e	2024e
Liikevaihto	105	137	149	161
kasvu-%	34 %	31 %	9 %	8 %
EBIT oik.	14,6	19,6	21,5	23,4
EBIT-% oik.	14,0 %	14,3 %	14,4 %	14,5 %
Nettotulos	9,1	12,8	14,5	16,2
EPS (oik.)	0,80	1,06	1,16	1,26
P/E (oik.)	28,2	20,2	18,5	17,1
P/B	5,6	4,4	3,9	3,5
Osinkotuotto-%	1,2 %	1,6 %	1,9 %	2,1 %
EV/EBIT (oik.)	21,3	15,2	13,4	11,7
EV/EBITDA	18,3	13,6	11,9	10,5
EV/Liikevaihto	3,0	2,2	1,9	1,7

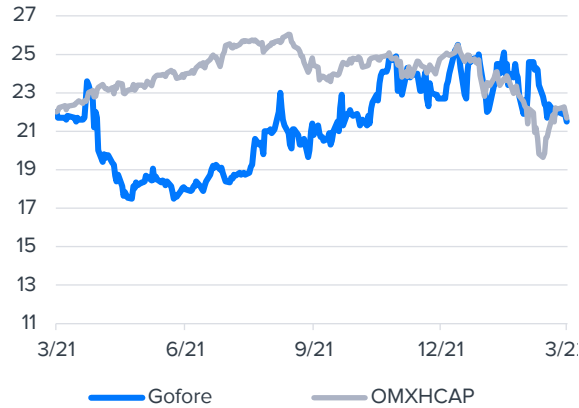
Lähde: Inderes

Ohjeistus

(Ennallaan)

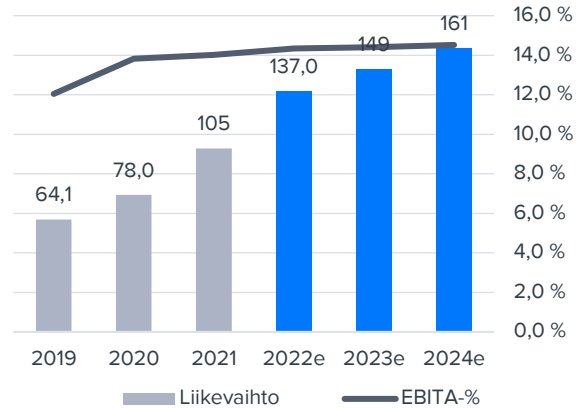
Ei ohjeistusta vuodelle 2022. Yhtiö julkaisee kuukausittain liiketoimintakatsauksen, mikä kuvaa liikevaihdon kehitystä. Lisäksi kuukausikatsaukset indikoivat laskutusasteiden kehitystä, joka ajaa kannattavuutta.

Osakekurssi



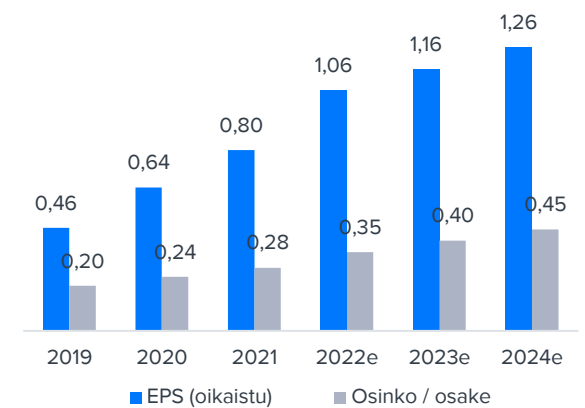
Lähde: Thomson Reuters

Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes



Arvoajurit

- Saavutetun menestyksen monistaminen laajemmille markkinoille ja erityisesti vahvemmin yksityiselle sektorille
- Vahvasti kasvavat markkinat
- Asemoituu kasvaville palvelualueille
- Arvonluonti vahvan orgaanisen kasvun ja yrityskauppojen kautta
- Organisaatiomalli ja kulttuuri kilpailuetuina



Riskitekijät

- Palkkainflaatio, vaihtuvuus ja korkeat rekrytointikulut
- Kyky hallita kasvua
- Markkinatilanteen kääntyminen
- Riippuvuus suurista asiakkaista ja Suomen julkishallinnon sektorista
- Kulttuurin ja työnantajaimagon säilyttäminen
- Yrityskaupat ja kansainvälistyminen
- Geopoliittinen tilanne

Arvostustaso	2022e	2023e	2024e
Osakekurssi	21,5	21,5	21,5
Osakemäärä, milj. kpl	15,4	15,4	15,4
Markkina-arvo	330	330	330
Yritysarvo (EV)	299	289	274
P/E (oik.)	20,2	18,5	17,1
P/E	25,9	22,7	20,4
P/Kassavirta	>100	20,8	16,1
P/B	4,4	3,9	3,5
P/S	2,4	2,2	2,0
EV/Liikevaihto	2,2	1,9	1,7
EV/EBITDA (oik.)	13,6	11,9	10,5
EV/EBIT (oik.)	15,2	13,4	11,7
Osinko/tulos (%)	42,2 %	42,3 %	42,7 %
Osinkotuotto-%	1,6 %	1,9 %	2,1 %

Lähde: Inderes

Sisällysluettelo

<u>Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli</u>	6-11
<u>IT-palvelumarkkinat</u>	12-20
<u>Kilpailu</u>	21-25
<u>Strategia</u>	26-30
<u>Historiallinen kehitys</u>	31-32
<u>Ennusteet</u>	33-35
<u>Sijoitusprofiili</u>	36-37
<u>Arvonmääritys</u>	38-41
<u>Taulukot</u>	42-45
<u>Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria</u>	46

Gofore lyhyesti

Gofore on digitalisaation palveluyritys. Yhtiön palvelut kattavat digitalisaatioon liittyvän johdon konsultoinnin, palveluiden muotoilun ja rakentamisen sekä pilvipalvelut ja ohjelmistotestauksen.

111 MEUR (+36 % vs. edellinen 12kk)

Liikevaihto rullaava 12kk 2'22

>30 % & reilu puolet orgaanisesti

Goforen keskimääräinen vuosittainen kasvu (CAGR) 2018-2021

65 % ja 9 %

Julkisen sektorin ja kansainvälisen liikevaihdon osuus, 2021

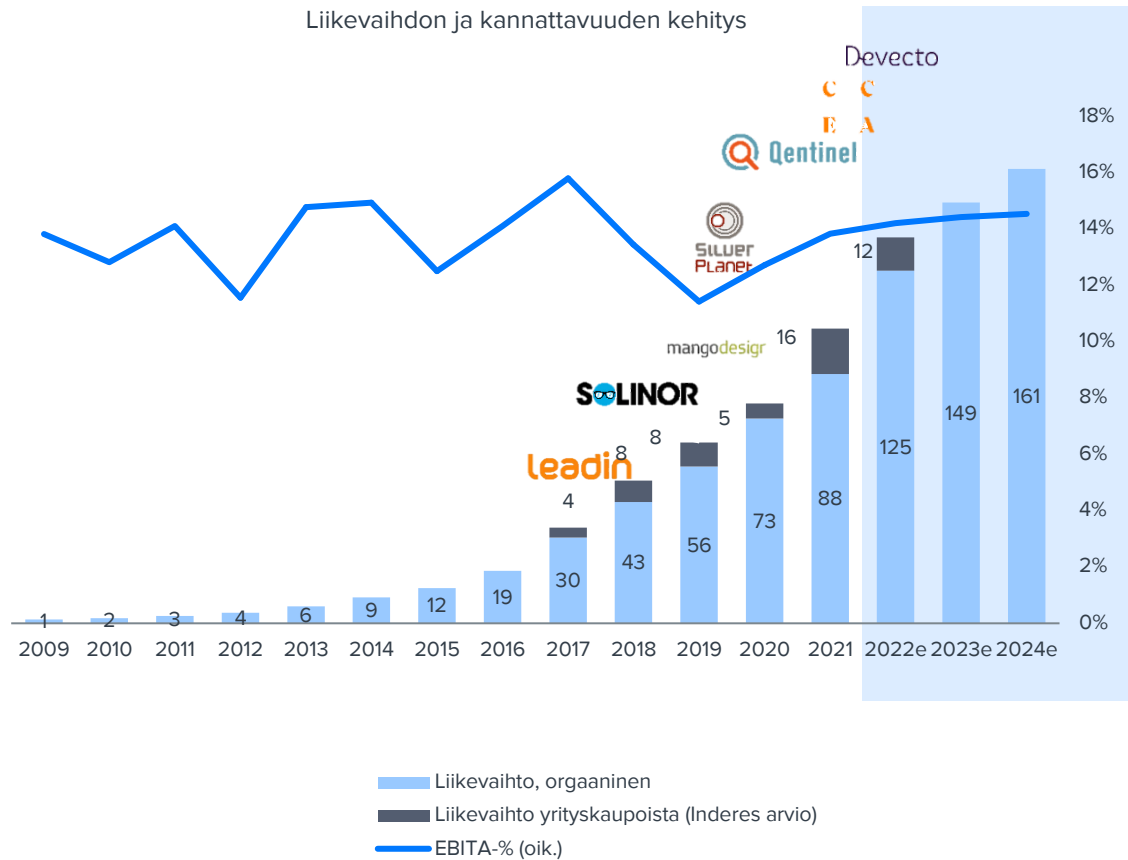
14,6 MEUR (14,0 % lv:sta)

EBITA (oik.) 2021

1015 (+38 vs. edellinen 12kk)

Työntekijöitä 2/2022 (oma)

Liikevaihdon ja kannattavuuden kehitys



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 1/4

Yhtiökuvaus

Digitalisaation asiantuntijayritys

Gofore on digitalisaation palveluyritys, jonka palvelut kattavat johdon konsultoinnin, digitaalisten palveluiden muotoilun ja rakentamisen, pilvipalvelut ja ohjelmistotestauksen. Vuosina 2018-2021 yhtiö on kasvanut keskimäärin reilu 30 % vuodessa, josta reilu puolet on arviomme mukaan ollut orgaanista. Kasvun tavoitin myös kannattavuus on ollut sektoria parempaa ja keskimäärin EBITA-marginaali on ollut reilu 13 % vuosina 2018-2021. Pidemmällä historiassa ja pienemmässä kokoluokassa yhtiö on myös osoittanut kasvavansa selvästi viime vuosia vahvemmin ja korkeammalla kannattavuudella. Asiakassegmenttien näkökulmasta yhtiö on ollut menestyksekkäs erityisesti julkishallinnon asiakkaisissa Suomen markkinalla.

Verrattuna muihin listattuihin kotimaisiin IT-palveluyrityksiin Gofore profiloituu mielestämme selkeimmin organisaatioiden digitransformaation neuvonantajaksi ja toteuttajaksi. Yhtiö siis tarjoaa ohjelmistokehitykseen teknisiä koodariresursseja siinä missä muutkin, mutta tulokulma markkinaaan lähtee vahvemmin neuvonantopalveluista ja asiakkaan digitaalisen muutoksen konsultoinnista, mistä seuraa luonnollinen jatkumo digitaalisten palveluiden toteutukseen, ylläpitoon ja testaukseen. Vaikka Gofore osin edelleen mielletään ohjelmistokehitystalona, on sen liiketoiminnasta vajaa kolmannes neuvonantoon liittyvää. Tyypillisesti IT-palvelutaloilla neuvonantopalvelut ovat selvästi pienemmässä roolissa ja tulokulma markkinaaan lähtee teknisestä osaamisesta.

Gofore tarjosi perustamisestaan vuonna 2002 vuoteen 2012 vielä pääasiassa vain ohjelmistokehityspalveluita, mutta tarjoamaa on tämän jälkeen laajennettu kattamaan johdon neuvonantoa, palvelumuotoilua, arkkitehtuurin hallintaa, digitransformaation hallintaa, hankehallinnan palveluita, pilvipalveluihin liittyvää ylläpito- ja asiantuntijatyötä sekä ohjelmistotestausautomaatiota. Nämä laajentumisaskeleet ovat osoittautuneet onnistuneiksi, sillä ne ovat vieneet yhtiötä jatkuvasti vahvempaan asemaan arvoketjussa ja irti pelkän resurssitoimittajan roolista. Viimeisimmällä yritysostolla tammikuussa yhtiö hankki älykkäiden laitteiden ohjelmistosuunnittelua sekä niihin liittyvää testausta.

Organisaatiomalli ja kulttuuri menestyksen ajureina

Kuten monilla 2010-luvulla menestyneillä IT-palveluyhtiöillä (Vincit, Futurice, Reaktor), myös Goforella kevyt organisaatiomalli ja työntekijälähtöinen kulttuuri ovat olleet keskeisiä menestystekijöitä. Huippuasiantuntijoihin keskittyvä kulttuurillisesti vahva yhtiö on ollut sektorilla korostunut kilpailutekijä, kun ylikuumentuneessa markkinassa kasvun kannalta ratkaisevaa on ollut kyky houkutella osaajia.

Goforen organisaatiomalli poikkeaa huomattavasti IT-sektorin vakiintuneista toimijoista sekä jonkin verran myös yhtiön lähimmistä verrokeista. Organisaatiomalliin ja kulttuuriin liittyvät tekijät ovat vaikeasti kopioitavissa, minkä takia ne ovat tärkeitä kilpailuetuja. Goforen organisaatiomallin keskeisiä piirteitä ovat matala hierarkiaton rakenne, mitä kuvasta yhtiön asiakasrajapinnassa ja ei-asiakasrajapinnassa oleva 11:1 suhdeluku.

Johtamisen työkaluna on yhtiön oma toiminnanohjausjärjestelmä, joka yhtiön mukaan luo selkeää kilpailuetua. Rajusta kasvusta huolimatta Gofore on kyennyt uudistumaan ja pitämään kannattavuuden hyvänä, mikä mielestämme todistaa organisaatio- ja johtamismallin toimivuutta ja skaalautuvuutta.

Yhtiö on jakanut toimintansa neljään liiketoimintayksikköön, Gofore Lead, Gofore Verify, Gofore Create ja Gofore Germany. Tuotantohenkilöstöstä reilu 600 henkilöä tekee digitaalisia ratkaisuja ja pilviteknologioiden toimituksia (Create), noin 250 neuvonantoa (Lead) ja reilu 150 laadunvarmistusta (Verify). Saksassa yhtiöllä on tällä hetkellä töissä ~30 osaajaa, mutta osin kansainvälisiä toimituksia tehdään Suomesta.

Liiketoimintayksiköitä tukevia toimintoja ovat myynti, markkinointi ja viestintä, taloushallinto, HR ja kansainvälinen kehittäminen. Goforen toimintamalli perustuu vahvasti muutosnopeuteen ja teknologian kehityksestä johtuvaan jatkuvaan muokkautumiseen. Käytännössä teknologian kehitys muokkaa yhtiön markkinoita niin nopeasti, että muutosten ennakointi on erittäin vaikeaa. Siten Gofore rakentaa kilpailuetua ketterästä organisaatiomallista, joka aistii jatkuvasti teknologian kehitystä sekä markkinan muutoksia ja pyrkii reagoimaan markkinan muutoksiin muita nopeammin. Yhtiöllä ei ole esimerkiksi strategiavalintoina tiettyjä teknologioita tai osaamisia. Tämä on merkittävä ero verrattuna normaaliin IT-konsulttien malliin, jossa pyritään erikoistumaan tiettyihin osaamisiin ja teknologioihin ennustettujen teknologiatrendien pohjalta. Goforen mukaan sen tärkein palvelutuote onkin edellä mainittua kokonaisuutta mukailien kyky vastata jatkuvaan muutokseen.

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 2/4

Yhtiö tavoittelee myös asiakkaan kanssa kumppanoitumista ja pitkäaikaista yhteistyötä.

Ymmärryksemme mukaan Gofore mukauttaa jatkuvasti organisaatiomalliaan ja rakenteitaan sopeutuakseen jatkuvaan muutokseen ja kasvuun. Yhtenä teemana on kyvykkyyksien (10-15 kpl) ja niiden kehityksen parempi hallinta. Kyvykkyydet muodostavat liiketoimintayksiköiden rungot.

Toisena teemana on yhtiön asiakkuusstrategia, jossa yhtiö pyrki erityisesti olemaan vahva Society- (yhteiskunta ja palvelut) ja Intelligent Industry- (teollisuus) liiketoiminta-alueilla. Mallin myötä yhtiö pystyy seuraamaan paremmin organisaation olemassa olevien kyvykkyyksien ja uusien kyvykkyyksien kehitystä, ja saa samalla paremman kytkennän myyntiorganisaatioon.

Päämarkkina Suomessa ja kasvuambitioita kansainvälisesti, erityisesti Saksassa

Goforen päämarkkina on Suomen IT-palvelumarkkina, minkä lisäksi yhtiö on ottanut askeleita kansainvälistymiseen. Yhtiön henkilöstöstä suurin osa työskentelee Pääkaupunkiseudulla ja Tampereella. Loput toimivat Jyväskylässä, Lappeenrannassa, Turussa, Oulussa, Kajaanissa sekä kansainvälisissä toimipisteissä. Yhtiön alueellinen strategia on ollut onnistunutta rekrytointien näkökulmasta, mikä on tukenut kasvua. Lisäksi yhtiö on vahvistanut osaamistaan ja alueellista toimituskapasiteettiaan seitsemällä yritysostolla.

Kansainvälisen liikevaihdon osuus Goforen myynnistä oli viime vuonna 9 % (2020: 10 %). Kansainväliset toimipisteet sijaitsevat Saksassa, Espanjassa ja Virossa. Yhtiö tavoittelee kasvua kansainvälisesti erityisesti Saksan valmistavasta

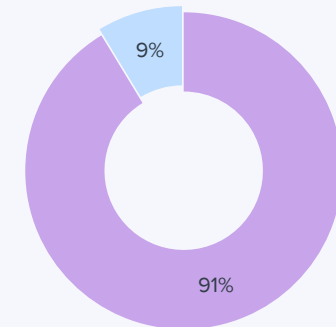
teollisuudesta. Yhtiön Saksan liikevaihto oli viime vuonna vielä pientä (arvioimme mukaan ~2 %).

Vahva asiakaskunta erityisesti julkishallinnossa

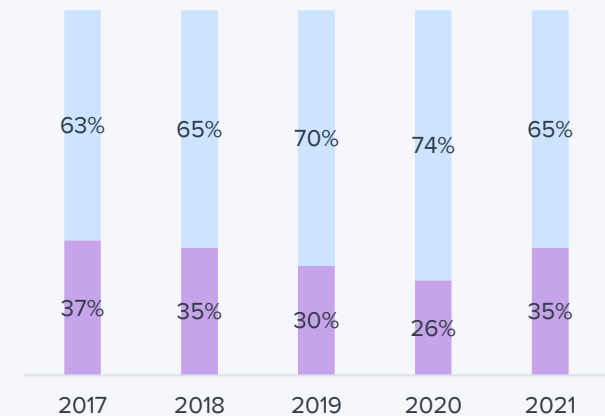
Goforen kasvu on perustunut vahvasti yhtiön menestykseen Suomen julkishallinnon sektorilla (osuus liikevaihdosta 65 %), missä yhtiöllä on erittäin vahva markkina-asema. Goforella on selkeästi ymmärretty julkishallinnon ostoprosessi ja kuinka tätä asiakaskuntaa palvellaan. Yhtiö lähti panostamaan voimakkaasti julkisen sektorin asiakkaisiin vuonna 2010, kun se tunnisti oikea-aikaisesti sektorilla kasvavan tarpeen ketterälle toimintatavalle sekä eettiselle toimijalle. Tällä tarkoitamme julkishallinnon tahtotilaa päästä irti IT-ostamisen toimintamalleista, joissa ne joutuvat lukittumaan yksittäisiin IT-toimittajiin ja niiden ohjelmistoihin tai infraan. Julkisen sektorin sopimukset ovat pilkottu aikaisempaa pienempiin, mutta suurelle osalle toimijoista edelleen isokokoiisiin sopimuksiin. Lisäksi sopimukset ovat keskimäärin 5-7 vuoden mittaisia, mikä luo jatkuvuutta liiketoimintaan, ennustettavuutta rekrytointiin ja helpottaa kannattavuuden hallintaa. Goforen keskeisenä kilpailutekijänä on ollut teknologiariippumattomuus sekä arkkitehtuurin ja ohjelmistokehityksen pitäminen toisistaan pääosin erillään, jolloin asiakas voi luottaa toimittajan tavoittelevan ainoastaan asiakkaalle parasta ratkaisua. Erityisesti palveluarkkitehtuurin ja hankehallinnan osaaminen ovat olleet Goforen keskeisiä kilpailuetuja julkishallinnossa. Yhtiö voi esimerkiksi toimittaa hankkeita, joissa sen rooli on johtaa kilpailijan toimittamia osaajaresursseja.

Julkisen sektorin lisäksi asiakaskunta koostuu muun muassa liikenne-, terveys-, teollisuus-, palvelu-, kauppa-, ja finanssialan toimijoista.

Liikevaihdon jakauma 2021



■ Suomi ■ Kansainvälinen



■ Yksityinen sektori ■ Julkinen sektori

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 3/4

Yksityisen sektorin asiakkaiden osuus liikevaihdosta oli viime vuonna 35 % (2020: 26 %) ja yhtiön yhtenä tavoitteena on laajentaa asiakaspohjaa yksityisellä sektorilla. Yhtiö on viime vuosina vahvistanut yksityisen sektorin asiakasportfoliota yritysostoilla. Yhtiö pyrkii murtautumaan yksityiselle sektorille samalla laajalla digitaalisen muutoksen tarjoamalla, mikä on yhtiön vahvuus julkisella sektorilla.

Liiketoimintamalli

Puhdas asiantuntijayritys

Gofore on puhdas huippuasiantuntijayritys eli yhtiön liiketoimintamalli perustuu täysin konsultointiin. Yhtiöllä ei ole ohjelmistotuotteita eikä muiden ohjelmistojen jälleenmyyntiä. Pilvipalveluissa yhtiö keskittyy pääpainolla pilvitransformaation konsultointiin ja itse pilvikapasiteetin jälleenmyynti on toissijaista.

Gofore myy asiantuntijoitaan pääasiassa tunti-laskutuksella (2021 ~90 %). Yhtiön yhtenä strategisena tavoitteena on pyrkiä järjestämään liiketoiminta niin, että se ei kanna asiakkaidensa riskejä omassa liiketoiminnassaan. Tuntilaskutukseen perustuva liiketoimintamalli on ollut sektorilla vuosia yhdistävä tekijä parhaiten kannattaneiden yritysten välillä ja osasyys myös käännetyhtiöiden parantuneiden kannattavuuksien takana. Gofore ja koko sektori ei näin samalla tavalla kanna suurten kiinteähintaisten projektien riskiä tai kärsi voimakkaammasta hintapaineesta.

Kansainvälisesti yhtiö tavoittelee toimitusmallia, jossa työ tehdään osin Suomesta käsin. Arviomme mukaan erityisesti kansainvälisissä julkisen sektorin asiakkuuksissa yhtiön vahva osaaminen

Suomessa luo kilpailuetua ja mahdollistaa near-shore-tekemisen.

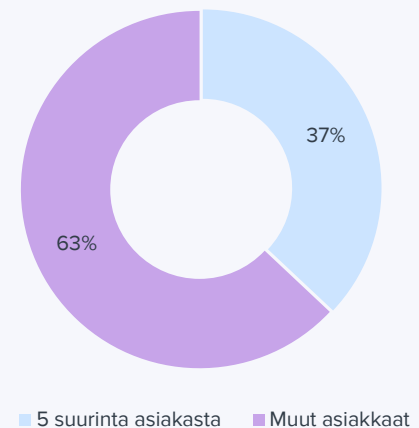
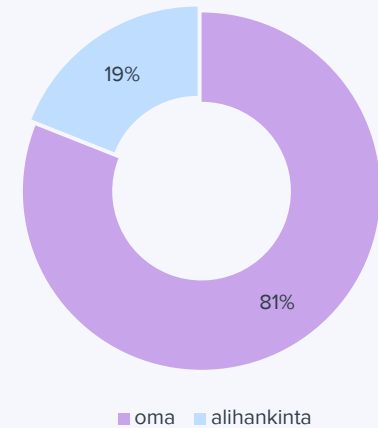
Kuten alalle on tyypillistä, Gofore käyttää omien asiantuntijoiden ohella alihankintaa tarpeen mukaan vastatakseen kysynnän vaihteluihin ja hankkiakseen osaamisia, joita se ei itse tarjoa. Tehokas alihankintaketjun johtaminen on myös kilpailuetua. Alihankinnan käyttö tuo joustavuutta liiketoimintaan ja toimii osin ratkaisuna osaa-japulaan. Toisaalta alihankinta on yleensä katerakenteeltaan myös matalampaa liiketoimintaa. Ulkopuoliset palvelukulut olivat 19 % liikevaihdosta vuonna 2021 ja käyttö nousut viime vuosina, mikä on luonnollista, kun ajatellaan kuuma osajamarkkinaa ja haasteellista osajien saatavuutta (2020: 16 %).

Tyypilliset asiakkuudet

Goforen mukaan sen tyypillinen asiakas havaitsee toimintaympäristön muuttuneen ja näkee tarpeen reagoida sen aiheuttamiin uhkiin tai mahdollisuuksiin. Asiakkaalla on tahtotila tehdä asioita eri tavalla ja muuttaa toimintaa. Goforen neuvonantopalveluiden rooli on auttaa asiakasta digitalisaatiostrategian ja kulttuurimuutoksen näkökulmasta. Tätä seuraa liiketoimintalähtöinen palvelumuotoilu, mistä edetään palvelumuotoilun ja designin kautta prototyyppien ja lopulta itse palveluiden rakentamiseen käytännössä. Qentinel-kaupan jälkeen palveluihin sisältyy myös laadunvarmistus- ja testausautomaatio-osaamista.

Viime vuosina yhtiön asiakaskoko on kasvanut ja jakautuu yhä isommalle joukolle isoja asiakkuuksia. Goforen viisi suurinta asiakasta vastaa 37 %:ta liikevaihdosta (2020: 42 %).

Liikevaihdon jakauma 2021



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 4/4

Verrattuna sektoriin Goforen liikevaihto keskittyy suhteellisen voimakkaasti suurimpiin asiakkuuksiin. Tämä kuvasta vahvaa strategisen kumppanin asemaa avainasiakkaissa. Pitkät puitesopimukset tarjoavat jatkuvuutta. Mikäli suuret sopimukset vaihtuisivat tai uudet viivästyisivät, voisi tämä hetkellisesti vaikuttaa tuntuvasti käyttöasteisiin ja kannattavuuteen. Vajaa 90 % liikevaihdosta tulee kuitenkin vanhoilta asiakkailta, mikä kuvastaa jatkuvuutta asiakassuhteissa. Yhtiö on viime vuosina solminut myös useita julkisen sektorin asiakassopimuksia kansainvälisesti. Asiakaskunta on kansainvälisesti ymmärryksen mukaan kuitenkin pääsääntöisesti yksityistä sektoria.

Sidosryhmissä korkea tyytyväisyys

Goforen tekeminen on vahvaa monella rintamalla. Sektorilla monet ovat voittaneet eri työntekijäkilpailuja eri vuosina, kuten myös Gofore. Ymmärryksen mukaan tyytyväisyys on edelleen hyvällä tasolla, mitä kuvastaa vahvat nettorekrytoinnit. Erityisesti asiakastyytyväisyys oli edellisessä mittauksessa hyvin korkea (Q3'21 +54). Vahva osaaminen ja asiakastyytyväisyys erityisesti julkisella sektorilla näkyy yhtiön julkisen sektorin kilpailutuksen korkeassa voittoprosentissa (2018-2020 elokuu 59 %). Korkea tyytyväisyys osajissa ja asiakkaissa luovat vahvan perustan rakentaa kasvavaa ja kannattavaa liiketoimintaa. Erityisesti työntekijätyytyväisyys on tärkeä kilpailuetu kovasti kilpaillussa osajamarkkinassa.

Digital Gofore –alusta

Gofore kehittää omaa johtamisen työkaluaan, jonka avulla on tarkoitus pystyä mittaamaan ja johtamaan liiketoiminnalle keskeisiä seikkoja, kuten asiakas- ja henkilöstötyytyväisyyttä, myyntiä ja resursointia. Tarkoitus on tietoa keräämällä ja sitä reaaliaikaisesti analysoimalla ja jakamalla mahdollistaa yhtiön matalahierarkkinen johtaminen myös isommassa yritysryhmässä ja kansainvälisesti. Samalla yhtiö rakentaa järjestelmän kautta valmiutta digitalisoida omaa liiketoimintaansa. Yhtiö panostaa järjestelmän kehitykseen kasvavissa määrin ja siihen sitoutuu tällä hetkellä noin 20 henkilön resurssit. Kyseessä on tuloksen kannalta merkittävä panostus yhtiöltä, koska vaihtoehtoisesti tällä henkilömäärällä voitaisiin tehdä yli kahden MEUR:n edestä liikevaihtoa ja siten tulosta kerryttävää työtä.

IT-yhtiöille ei ole uutta oman toiminnan kehittäminen itsekehityksellä ratkaisulla. Vintillä oli myös itse kehitetty johtamisen palvelutyökalu LaaS (nyt vähemmistöomistus). Ymmärryksen mukaan Goforen johtamisen alusta on laajempi palveluyrityksen toiminnanohjauksen kokonaisuus, kun taas LaaS on johtamisen työkalu. Vastaavasti Siillillä on myös itsekehitetty osaamisenhallinnan järjestelmä Knomeja Netumilla RTE-työkalu. Vintillä pyrkii kuitenkin Goforesta ja Siillistä poiketen myös kaupallistamaan tuotteensa. Ymmärryksen mukaan Goforen alustan kaupallistaminen ei ole Goforelle tällä hetkellä ajankohtainen.

Korkea tyytyväisyys sidosryhmissä



Digital Gofore -alusta

- Työkalu tukee myyntiä
- Laaja näkyvyys projekteihin
- Projektien osaamistarpeiden ja työntekijöiden yhdistäminen
- Projektitehokkuuden ja työhyvinvoinnin seuranta

Kumppanit



Teknologiatoimittajat ja -yhteisöt

Toiminnot



Rekrytointi, HR

Myynti, markkinointi ja viestintä

Gofore Crew (tuotanto)

Kansainvälinen kehittäminen

Osaamisalueita

Neuvonanto

Arkkitehtuuri

Ohjelmistokehitys

Ohjelmistotestaus-
automaatio

Pilvipalvelut

Liiketoimintaidea

Gofore tarjoaa asiantuntijapalveluita organisaatioiden digitaaliseen muutokseen

GOFORE

- Digitaalisen muutoksen toteuttaja
- Laaja palvelutarjoama digitaaliseen muutokseen
- Matala ja itseohjautuva organisaatorakenne
- Poikkeuksellinen työntekijä- ja asiakaskokemus

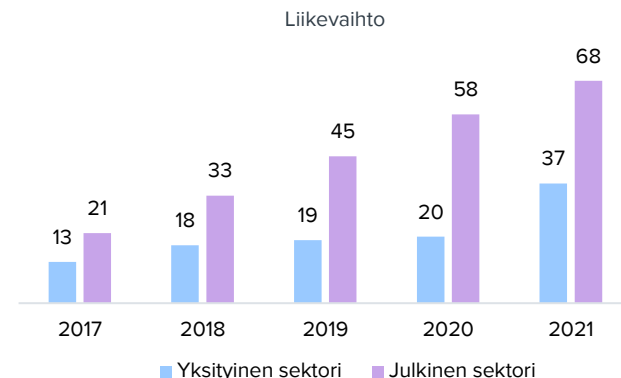
Tavoitteet

Yhtiö tavoittelee lähivuosina yli 20 %:n liikevaihdon kasvua, josta orgaaninen kasvu on noin puolet. Lisäksi tavoitteena on 15 %:n oikaistu EBITA-marginaali

Kilpailu



Julkinen ja yksityinen sektori



Kustannusrakenne


852 hlö (2021)
88 m€ (2021)

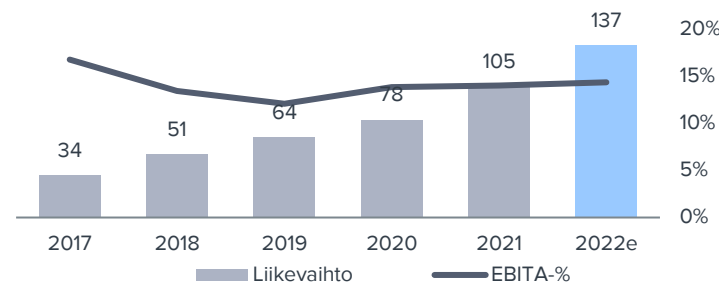
Tulovirrat

Liikevaihto 105 m€
EBITA 15 m€ (2021)

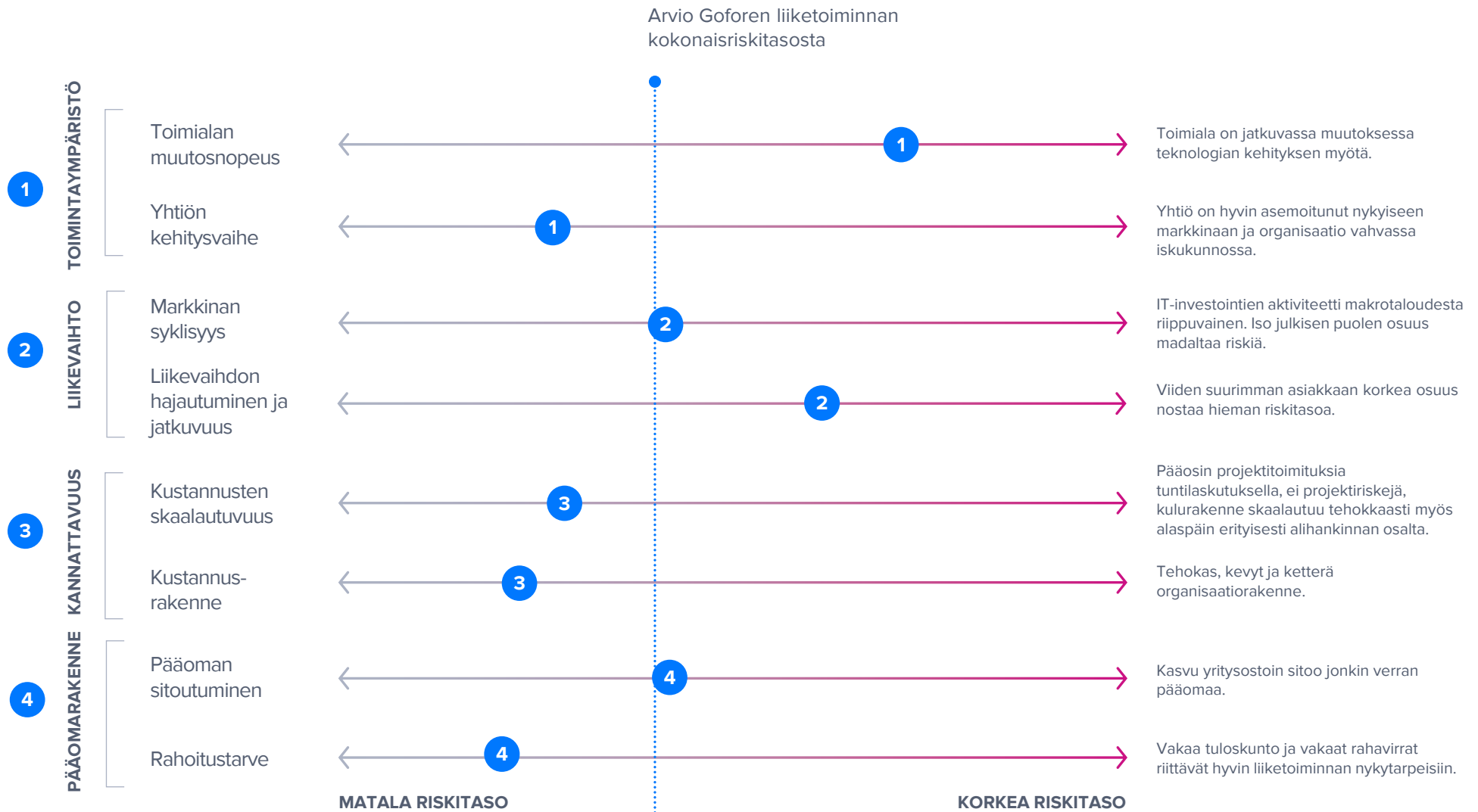

Henkilöstökulut
(67 % kustannuksista)


Ulkoiset palvelut
(20 %)


Liiketoiminnan muut kulut
(13 %)



Liiketoimintamallin riskiprofiili



IT-palvelumarkkina 1/7

Iso kokonaismarkkina

Pohjoismaiden (Ruotsi, Norja, Suomi, Tanska) IT-palvelumarkkinan koko oli eri tutkimuslaitosten mukaan noin 25 miljardia dollaria vuonna 2019. Suomen IT-palvelumarkkinan on puolestaan arvioitu jakaantuvan noin 3,5 miljardin euron yksityiseen ja noin 1,1 miljardin euron kokoiseen julkiseen sektoriin. Goforen markkinaosuus on näin noin 4 % julkisesta markkinasta ja 1 % yksityisestä markkinasta. IT-palvelumarkkinan määritelmään kuuluvia osa-alueita ovat esimerkiksi IT-konsultointi, ohjelmistokehityspalvelut, integrointi- ja käyttöönottopalvelut, ulkoistuspalvelut, ohjelmistojen ylläpito- ja tuki sekä IT-infrastruktuuripalvelut. IT-palvelumarkkinan ja sen euromääräisen koon määritelmä jatkaa kuitenkin hämärtymistään, kun IT:n ja teknologian rooli jatkaa digitalisaation myötä nousua konehuoneesta liiketoiminnan ytimeen eri toimialoilla. Siten IT-palveluyhtiöiden toimintakenttä risteää yhä vahvemmin uusien rinnakkaismarkkinoiden kanssa, joiden ei ole perinteisesti katsottu kuuluvan IT-markkinoihin. Näitä ovat esimerkiksi strategiakonsultointi, transformaatiojohtaminen ja palvelumuotoilu.

Goforen tavoittelema Saksan markkina on yhtiön mukaan noin kymmenen kertaa Suomen markkinan kokoinen. IT-palvelumarkkinan kehitys on yhtiön mukaan muutaman vuoden Suomea jäljessä. Goforen vahvuusalue eli julkinen sektori on kehityksessä keskimäärin eniten jäljessä, mikä luo yhtiölle mielenkiintoisen markkinapotentiaalin.

Markkinan kasvua vetävät digitaaliset palvelut

Perinteisten palveluosa-alueiden odotetaan eri arvioiden mukaan kasvavan keskimäärin 2-4 %

vuosivauhtia. Uusien digitaalisten palveluiden odotetaan kasvavan jopa 10 % vauhtia riippuen osa-alueesta. Markkinan kasvua hidastavat perinteisten infra- ja vanhemman sukupolven ohjelmistoratkaisuiden laskevat kysynät.

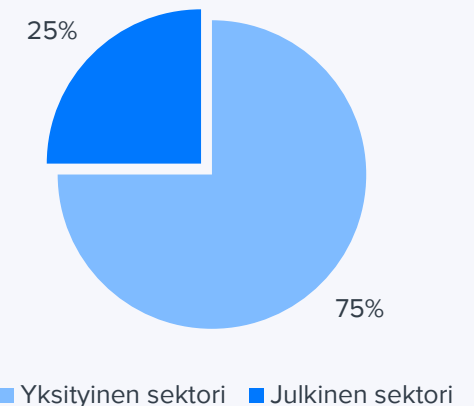
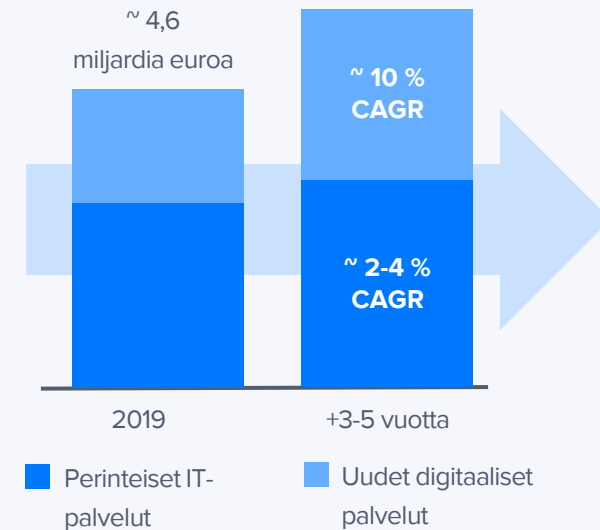
Palvelualueittain markkinaa nopeammin kasvavia osia ovat tutkimuksemme mukaan pilvipalvelut, transformaatiojohtaminen, data & analytiikka sekä tietoturva. Tietoevry odottaa pilvipalveluiden kasvavan 15 %, data & analytiikan 15 %, ydinohjelmistojen 10 % sekä automaatio ja DevOpsin 20 %. Näkemyksemme mukaan Tietoevry on parhaita toimijoita arvioimaan markkinoiden kehitystä Pohjoismaissa, koska yhtiöllä on laaja IT-tarjoama, se toimii useimmilla asiakassektoreilla ja omaa maantieteellisesti vahvan läsnäolon kaikissa Pohjoismaissa. Asiakassektoreittain Tietoevry kertoi joulukuussa odottavansa terveydenhuollon sektorin kasvavan keskimäärin 5-6 %, julkisen sektorin 4-5 %, energiasektorin 3-4 %, metsäteollisuuden 6-7 % sekä pankkipalveluiden ja maksuratkaisuiden 4-9 % vuosina 2020-2023. Gofore on onnistunut pääsemään markkinan kasvuun hyvin kiinni asemoitumalla IT-markkinan nopeimmin kasvaville palvelualueille. Yhtiö on ollut Suomen voimakkaimmin kasvaneita IT-palveluyhtiöitä jo useiden vuosien ajan.

Markkinan pitkän aikavälin kasvunäkymät

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



Suomen markkina ja kasvukuva



IT-palvelumarkkina 2/7

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

IT-investointien muuttuva luonne jakaa markkinaa

Jatkuvasti voimistuva digitalisaatiomurros käynnisti IT-markkinalla 2010-luvulla uuden aikakauden, joka on jakanut markkinaa uusiksi ja synnyttänyt uusia toimijoita markkinalle. Digitalisaatiomurroksen ja kiihtyvän teknologian muutosvauhdin myötä IT:n ostaminen on muutoksessa, mikä edellyttää IT-yhtiöiltä kykyä sopeuttaa tarjontaa jatkuvasti. Markkinalla 2010-luvulla alkanut siirtymä kohti IT-investointeja, joilla luodaan uutta liiketoimintaa ja erottumistekijöitä jatkuu edelleen, kun pelkän kustannustehokkuuden tavoittelu ei riitä kilpailussa. IT:n ostaja on tällöin usein liiketoiminta tai tuotekehitys, eikä tietohallinto ja tukitoiminnot. Kysytyt osaamisalueet liittyvät kasvavassa määrin uusiin digitaalisiin palveluihin ja vähemmän taustajärjestelmiin. Markkinan murros loi voimakkaan kasvumahdollisuuden monille uuden aikakauden alkuperäisille toimijoille (Fururice, Solita, Reaktor, Siili, Gofore ja Vinci), jotka ovat profiloituneet tarjoamiltaan uusien digipalveluiden kehittäjiksi. Perinteiset toimijat olivat aluksi hitaita mukauttamaan tarjoamiansa ja kulttuureitaan vastaamaan paremmin markkinan muuttuvaa ostokäyttäytymistä ja palvelualueiden kysyntää.

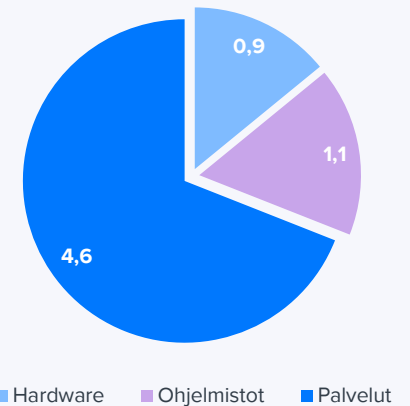
IT-palvelumarkkinan muutosta 2010-luvulla voidaan havainnollistaa yksinkertaistettuna jakamalla markkina voimakkaasti kasvaneisiin

uusiin digitaalisiin palveluihin sekä hiipuvaan perinteiseen tietojärjestelmäkehitykseen. Markkinan kahtiajako on nyt kuitenkin muuttumassa epärelevantiksi, sillä uusia digitaalisia palveluita ei voida käsitellä liiketoiminnan ydinjärjestelmistä erillisenä.

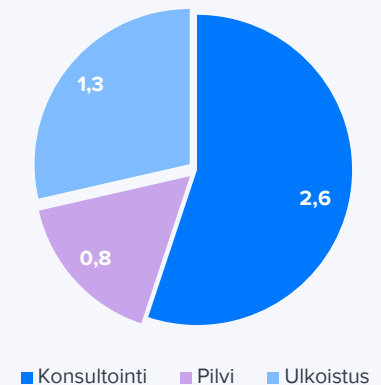
Selkeänä trendinä markkinalla onkin viime vuosina ollut IT-ostamisen vakavoituminen, kun asiakasorganisaatioissa on havaittu, että oikotietä digitalisaatioon ei pystytä hankkimaan ostamalla digisovelluksia tietohallinto ohittaen. Organisaatioiden vakiintuneet tietojärjestelmät eivät katoa, vaan niitä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

IT-palvelumarkkina on käynyt kuvatus murroksen myötä läpi merkittävän muutoksen viimeisen kymmenen vuoden aikana. Seuraavan kymmenen vuoden aikana markkinan muutosnopeus kiihtyy entisestään ja teknologian kompleksisuuden sekä nopean kehityksen takia muutosten ennustamisesta tulee yhtiöille vaikeampaa. Siten mielestämme sektorin yhtiöiden reagointi- ja muutoskyky kilpailuetuna korostuu edelleen.

Suomen IT-markkina vuonna 2019, miljardia euroa



Suomen IT-palvelumarkkina vuonna 2019, miljardia euroa



IT-palvelumarkkina 3/7

Goforen strategia ja kulttuuri perustuu juuri muutoskykyyn ja markkinamuutosten nopeaan reagointiin, mikä antaa yhtiölle hyvät valmiudet pärjätä voimakkaasti muuttuvassa markkinassa.

Markkinassa kolme erilaista aluetta

Olemme jakaneet IT-palvelumarkkinan kolmeen eri osioon seuraavasti:

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

IT-taustajärjestelmien ja yritysohjelmistojen markkina, joka käsittää laajasti ERP:n ja siihen liitännäiset järjestelmät kattaen pääasiassa valmisohjelmistojen toimituksen, räätälöinnin, integraation ja ylläpidon. Tällä markkinalla Suomessa tunnettuja toimijoita ovat esimerkiksi Innofactor, Enfo, Solteq, Digia, Sofigate, Fellowmind (ent. eCraft), Bilot sekä erityisesti IT-generalistit kuten Tietoevry ja CGI. Tällä alueella markkinan kasvu on ollut hidasta ja ominaista on korkea alalle tulon kynnyks.

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

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

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

Viime vuosina näkyvin trendi markkinalla on ollut IT-talojen pyrkimys päästä kiinni asiakkuuksiin jo digitalisaatiohankkeiden suunnitteluvaiheessa, sillä yhden suunnittelutyötunnin myynti on tarkoittanut moninkertaista määrää ohjelmistokehitystuntien myyntiä. Monet toimijat pyrkivät vahvempaan asemaan arvoketjussa vahvistamalla neuvonantopalveluiden osaamista, jolloin IT-toimittaja ennemminkin johtaa hankkeita ja resursseja kuin pelkästään toimittaa niitä. Suuntaus on näkynyt markkinalla lukuisina yrityskauppoina. Lisäksi monet IT-konsultit pyrkivät laajentumaan strategiatason konsultointiin, joskin vaihtelevalla menestyksellä. Goforen toiminnasta yli neljännes on neuvonantoa ja loput ohjelmistokehitystä. Yhtiö profiloituu organisaatioiden laaja-alaiseksi digitransformaation konsultiksi, mikä erottaa sitä ohjelmistokehittäjäataloista.

Selkeä suuntaus sektorin toimijoilla on myös elinkaariajattelu, sillä monet uudet toimijat pyrkivät nyt rakentamaan kyvykkyyden tarjota ohjelmistoylläpitoa. Lisäksi asiakkaiden ostaminen

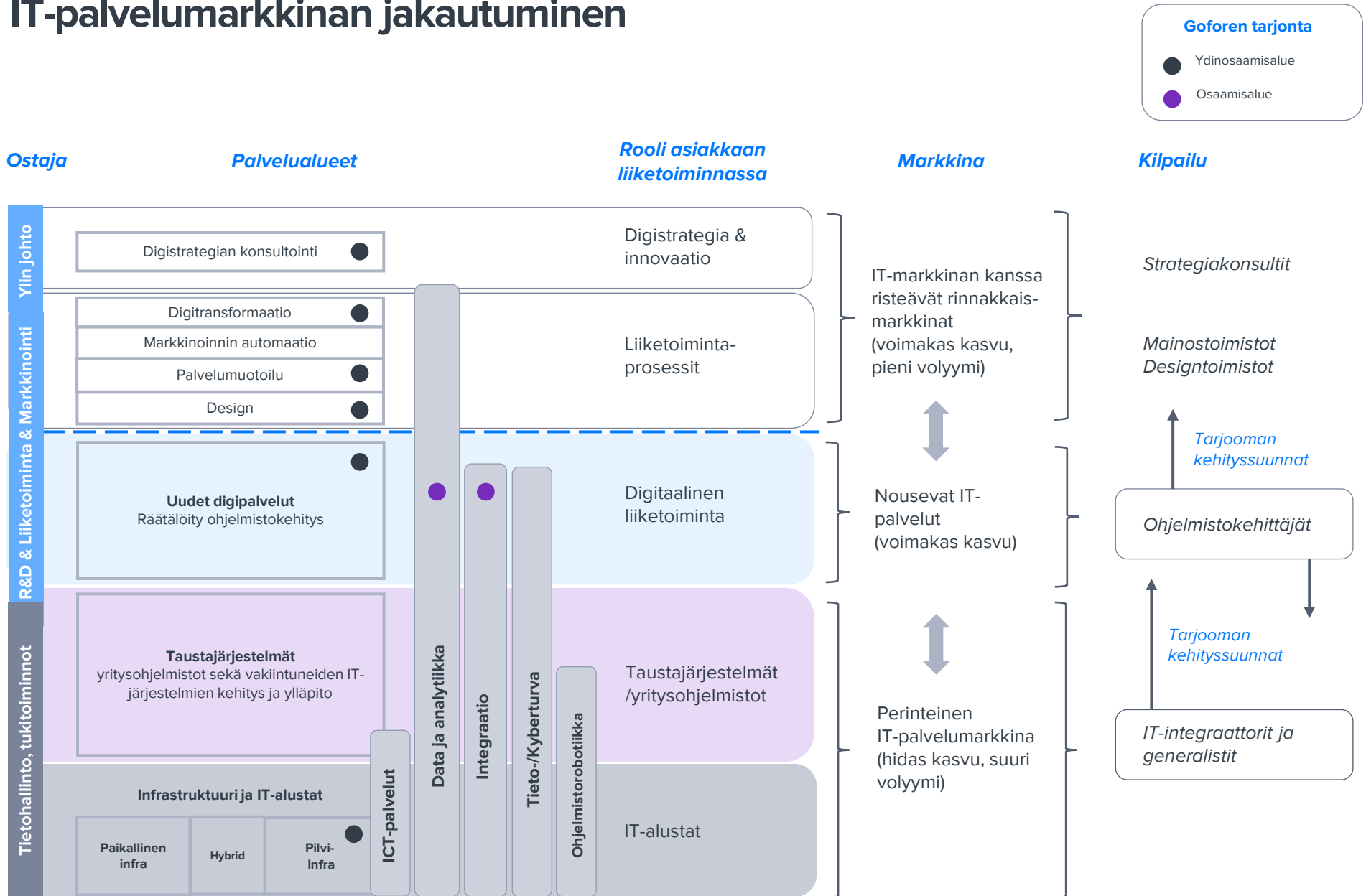
jatkaa siirtymää ohjelmistokehitysprojekteista kohti jatkuvaa ohjelmistokehitystä, mikä muuttaa markkinan luonnetta. Yhteistä kaikkien keskiuurten ja suurten toimijoiden strategioille on myös pyrkimys liiketoimintakriittisemmän kumppanin asemaan asiakkaissa. Pienten ohjelmistokehittäjäatalojen osaaminen ja tarjonta ei tällöin yksinään ulotu riittävän syvälle asiakkaan IT-järjestelmiin ja prosesseihin. Tämä kehitys voi osaltaan kiihdyttää markkinan konsolidaatiota.

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

Taustajärjestelmäosaaminen tekee paluuta ja niihin liittyvää dataa tulee osata hyödyntää

IT-markkinan kovin kysyntä on jo vuosia ollut uusien digitaalisten palveluiden kehittämisessä sekä luonteeltaan vielä melko kokeilevassa ohjelmistokehityksessä. Näkemyksemme mukaan markkinalla ollaan kuitenkin siirrytty viime vuosina vaiheeseen, jossa uusia digitaalisia palveluita ja nyt erityisesti niihin liittyvää dataa tulee pystyä integroimaan yhä tiiviimmin asiakkaan taustajärjestelmiin, jotta uusista ratkaisuista saadaan täysi liiketoiminnallinen hyöty irti. Taustajärjestelmissä asiakkailla on samalla kasvava tarve modernisoida järjestelmiä, koska vanha toiminnanohjausjärjestelmä saattaa toimia jarruna digitalisaatoratkaisujen kehitykselle. Siten pitkään hitaasta kasvusta kärsineen toiminnanohjausjärjestelmien markkinan luonne muuttuu ja markkinalla on piristymistä. Myös integraatio- ja dataosaamisen merkitys korostuu.

IT-palvelumarkkinan jakautuminen



IT-palvelumarkkina 4/7

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

Trendit organisaatioiden IT-ostamisessa

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

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

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

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

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

IT:n hankkiminen suurina projekteina vähenee edelleen ja siirtyy kohti pienempiä, iteroivia prosesseja sekä jatkuvaa kehitystä. Häviäjiä ovat hidasliikkeiset projektiorganisaatiot. Hyötyjiä ovat toimijat, joilla on osaamista ketterään ohjelmistotuotantoon, kyky hallita useiden eri toimittajien palveluita sekä kyvykkyydet jatkuvien palveluiden tuottamiseen.

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

IT-investoinnit siirtyvät asiakkaan liiketoiminnan tukiprosesseja tehostavista investoinneista kohti liiketoiminnan ydinprosesseja tai itse lopputuotetta parantaviin investointeihin. Häviäjiä

ovat liiketoiminnan tukiprosesseja ja ERP-sidosryhmiä perinteisesti palvelleet toimijat. Hyötyjiä ovat uusien digitaalisten palveluiden kehittäjät, joilla on teknistä osaamista, taustajärjestelmien osaamista sekä liiketoimintaymmärrystä.

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

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

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

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

IT-palvelumarkkina 5/7

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

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

Halvimpien offshore-resurssien merkitys kilpailutekijänä heikentyy edelleen, sillä uusia digitaalisia palveluita on vaikea toteuttaa luotettavasti, riittävän nopeasti ja kustannustehokkaasti toisella mantereella sijaitsevilla offshore-resurssilla. Ohjelmistorobottiikka heikentää edulliseen työvoimaan pohjautuvaa kilpailuetua entisestään. Nämä trendit palauttavat IT-osaamisen kustannuskilpailuetua Aasiasta Eurooppaan. Häviäjiä ovat toimijat, joiden kilpailukyky on perustunut puhtaasti offshoreen kustannustehokkuuteen. Hyötyjiä ovat toimijat, jotka pystyvät yhdistämään paikallisen läsnäolon lähellä asiakasta sekä saavuttamaan riittävän kustannustehokkuuden hyödyntämällä nearshore-

ja/tai offshore-resurssia oikeassa suhteessa. Lisäksi voittajia ovat ohjelmistorobottiikan osaajat.

Osaajapula, palkkainflaatio ja asiakashinnat ovat pähkinä ratkottavaksi sektorilla

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

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

Palkkainflaatio on eri yhtiöiden kanssa käymiemme keskusteluiden perusteella ollut viime vuosina 2-5 % välillä osaamispainotuksesta riippuen. Tietoevry arvioi palkkainflaation olevan keskimäärin 3 % vuonna 2022, mikä on sektorin muita kommentteja matalampi. Tällä hetkellä mikään ei viittaa palkkainflaation hidastumiseen. Osittain tätä pyritään hillitsemään

maantieteellisesti halvempaa työvoimaa käyttäen, mikä ei kuitenkaan pitkällä tähtäimellä ole täysin kestävä ratkaisu ongelmaan.

Asiakashintojen kehitys on vuosien ajan ollut sektorien kommenttien perusteella 0-2 % ja näin ollen selvästi palkkainflaatiota maltillisempaa. Goforen asiakashinnat nousivat vajaa 5 % heikosta koronan painamasta vertailukaudesta vuonna 2021. Henkilöstökulut vastaavat sektorilla karkeasti noin 2/3-osaa kuluista ja vertailu palkkainflaation kanssa ei täten mene yksi yhteen, mutta efekti on edelleen negatiivinen lähes kaikilla sektorin toimijoilla. Peukalosääntönä asiakashinnat ovat korkeammat yksityisellä sektorilla, kun taas julkisen sektorin sopimukset ovat perinteisesti pitkiä ja tarjoavat sitä kautta jatkuvuutta. Näin asiakaspainopisteen muutos voi onnistuessaan olla yksi asiakashintojen nousun ajuri.

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

IT-palvelumarkkina 6/7

Markkinan tulevat voittajat näkemyksemme mukaan

IT-markkinan selkeimpiä voittajia viimeisen viiden vuoden aikana ovat olleet uusien digipalveluiden kehitykseen erikoistuneet yhtiöt, jotka ovat menestyneet etenkin osaajakilpailussa. Nyt digipalveluiden markkina on saavuttanut selkeästi kypsemmän vaiheen ja seuraava taistelu käydään muualla kuin puhtaasti osaajakilpailussa. Näkemyksemme mukaan sektorin menestystekijät muuttuvat ja voittajia seuraavan viiden vuoden aikana ovat:

Jatkuvaan uudistumiseen kykenevät yhtiöt. IT-palvelumarkkina on ikään kuin jatkuvan teknologisen muutoksen keskellä. Näihin muutoksiin reagoiminen ja niiden ennakkoon tunnistaminen on oman menestymisen kannalta olennaista. Teknologian kiihtyvässä muutosvauhdissa myös osaajien muutoskyvykkyys nousee avainrooliin. Tässä uudistumisharjoituksessa epäonnistuminen vaikuttaisi suoraan nykyisiin asiakassuhteisiin, uusien asiakkaiden hankkimiseen, suhteelliseen kilpailuasemaan ja siten pidemmän aikavälin arvonluontikykyyn. Näkemyksemme mukaan IT-palvelumarkkinan kestävä kilpailukyky onkin rakennuttava jatkuvan muutoskyvykkyiden varaan.

Yritykset, jotka pystyvät vahvemmin yhdistämään myös junioriresurssit, pystyvät arviomme mukaan kasvamaan vahvemmin ja kannattavammin. Tästä hyvä esimerkki on

tanskalainen IT-palveluyhtiö Netcompany. Osittain junioriresurssien laajempi käyttö Suomessa vaatii muutosta myös ostajissa (ts. pois CV-mallista ratkaisustamiseen).

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

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

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

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



Kilpailukykyyn lähteet markkinalla

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

Lisäarvo markkinalla

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

IT-palvelumarkkina 7/7

Yrityskaupat ja konsolidaatio sektorilla jatkuu

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

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

Pääosalla sektorin yhtiöistä on vahvat taseet ja käytännössä kaikilla terve kannattava liiketoiminta, joka jatkuvasti tuottaa hyvää kassavirtaa ja vahvistaa edelleen tasetta. Omien osakkeiden käyttö on toki mahdollista ja monet yhtiöt ovat myös käyttäneet tätä mahdollisuutta. Usean yhtiön arvostustaso on kuitenkin tällä hetkellä houkutteleva ja oman osakkeen käyttö ei näin tarjoa samoja mahdollisuuksia omistaja-arvon luonnille.

Näkemyksemme mukaan velkavivun käyttö yritysostoissa on matalan korkotason myötä todella hyvä vaihtoehto, mikä parantaisi myös oman pääoman tehokuutta.

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

Digipalveluiden kehityksen markkinan siirtyessä nyt kypsempään vaiheeseen ja IT-markkinan eri osa-alueiden yhdentyessä on laajempi konsolidaatio todennäköistä, kuten Tiedon ja

EVERYn sekä KnowITn ja Cybercomin fuusiossa nähtiin. Kiinnostava skenaario voisi olla kahden keskimarkkinan toimijan yhdistäminen vahvemmaksi haastamaan suuria generalisteja, kuten Bilotin Vincit-fuusio. Näkemyksemme mukaan yhdistymisessä tulisi olla selkeitä liikevaihtosynergioita ja kilpailuetua vahvistavia tekijöitä. Suomen markkinassa on näkemyksemme mukaan listaamattomia toimijoita, joiden osaamispainotus, maantieteellinen läsnäolo ja asiakasportfolio sopisivat yhteen listattujen toimijoiden kanssa.

Selkeitä osaamisalueita, joita on viime vuosina hankittu tarjoaman vahvistamiseksi ovat neuvonanto, transformaatiojohtaminen sekä data ja analytiikka. Toki järjestelyjä on tehty myös toimituskapasiteetin takia.

Tarkastelimme marraskuussa IT-palveluyhtiöitä ja niiden kiinnostusta yritysjärjestelyihin, tarvetta järjestelyille, taseen tarjoamia mahdollisuuksia ja yhtiön kiinnostavuutta ostokohteena. Alla olevat arviot ovat meidän arvioitamme ja kommentti kokonaisuudessaan luettavissa [tästä](#).

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

1=matalin, 5=korkein

Lähde: Inderes arvio

Sektorin yrityskauppoja

IT-palvelusektorin yrityskauppoja Pohjoismaissa

Päivämäärä	Ostaja	Kohde	Liikevaihto MEUR	EBITDA MEUR	EBITDA-%	Henkilöstö	EV MEUR	EV/Sales	EV/EBITDA
01/22	Gofore	Devecto	11	2,0	19 %	130	21-26	2,0x-2,4x	10x-13x
01/22	Solteq	Enerity Solutions Oy	2,2	0,3	~15 %	>20	4,5	2x	15x
11/21	Norvestor	Pinja	40			450			
11/21	HiQ	Lamia	8,3	2,7	33 %	90			
10/21	NetCompany	Intrasoft International S.A.	197	18,0	9 %	2800	235	1,2x	13,1x
10/21	Netum	Cerion Solutions Oy	3,6	0,5		38	6-7,1	~1,8x	9x
10/21	Bilot	Motley	4,1	0,2		40	5,1	1,2x	26x
09/21	KnowIT	Capacent (johdon konsultointi)				50			
08/21	HiQ	Advicon				25			
08/21	Advania	Visolit				1200			
05/21	eCraft (Fellowind)	Project-IT	12			30			
05/21	Eficode	Beecom (SUI)	10	1,5	15 %	58	10	1,0x	6,7x
05/21	Lohde (ent. Viria)	Talent Base Oy	7	1,1	15 %	58	10	1,4x	6,7x
05/21	HiQ	Scandio (GER)				100			
05/21	Knowit	Cybercom				1200			13x
04/21	Vincit	Bonsky Digital	2,7	0,2	7 %	30	2,7-3,0	1,0x-1,1x	13x-15x
03/21	TSS	Innofactorin Prime-liiketoiminta	>2			15			
02/21	Aucerna	TietoEVRYn öljy ja kaasun - liiketoiminta	~50			430	155	3,2x	
02/21	Solteq	Partiture Oy	2,4	1,0	40 %	16		1x	2x-3x
02/21	Gofore	CCEA ja Celkee Oy	5,6	1,2	21 %	50		1,1x	5,1x
12/20	IBM	Nordcloud	80			490			
12/20	Digia	Climber (SE, FI, DK, NED)	14	0,7	5 %	77	8-14	0,6x-1,0x	12x-20x
12/20	Siili	Supercharge (Unkari)	9	2,1	23 %	115	17	~1,8x	~8x
08/20	Triton	Hiq	~180	~25	14 %	1500	~340	1,9x	13,6x
08/20	Bilot	CastorIT	7,3	0,9	12 %	60	8,8	1,2x	10x
08/20	Gofore	Qentinel	12,0	1,7	14 %	100	8,9-10,9	~0,9x	~6,4x
08/20	Pinja (Protacon)	PiiMega							
11/19	Solita	Ferrologic	13,1			100			
11/19	Fellowmind	eCraft ja Orango							
06/19	Tieto	Evry	1290	180	14 %	9400		1,4x	9x
06/19	Digia	Accountor Enterprise Solutions	12,7	0,8		114	9,0	0,7x	6x
05/19	Eficode	Praqma (SE, NO, DK)	5,5			46			
03/19	Nixu	Ezenta (DK)	8,8					0,7x-0,9x	
03/19	Nixu	Vesper Group (SE)	2					1,0	
03/19	CGI (tarjous)	Acando (SE ja 2018 tot. luvut)	280	28	10 %	2100	410	1,5x	14,6x
02/19	Digia	Starcut	~1,5		~5 %	19			
02/19	Gofore	Silver Planet	7,2	1,8	0,3	40	10,8	1,5x	6,0x
01/19	eCraft	Evry (Fi - Dynamics toiminnot)				40			
01/19	Vincit	LeanCraft	3,0	>1	>30%		5,5	1,8x	5,5x

Kilpailukenttä 1/3

Kilpailijoita kolmessa tasossa

Suomen IT-palvelumarkkinan hajanaista rakennetta mukaillen myös kilpailukenttästä on muodostunut pirstaleinen. Ylätasolla kilpailukenttä voidaan mielestämme jakaa kolmeen kerrokseen. Ensimmäisessä kerroksessa operoivat suuret kansainväliset IT-generalistit, jotka eri markkinalähteiden mukaan pitävät hallussaan noin 50 % markkinaosuutta. Tällaisia globaaleja jättejä ovat esimerkiksi Tietoenvry, CGI, Fujitsu, Accenture ja CapGemini. Toisessa kerroksessa toimivat yhtiöt ovat puolestaan kokoluokaltaan noin 20-150 MEUR:n liikevaihtoluokassa olevia toimittajia ja näiden yhteenlasketuksi markkinaosuudeksi on arvioitu noin 30 %. Kolmas kerros ja siten markkinan loppuhäntä kuuluu sen sijaan kooltaan pienemmille ja alle 200 henkeä työllistäville ratkaisutaloille.

Goforen kilpailijat

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

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

mainita Reaktor, Nitor, Vincit, Futurice ja Solita. Näistä toimijoista Gofore erottuu selkeimmin sen johdon konsultointiin osaamisella sekä profiloitumalla digitaalisen muutoksen toteuttajaksi. Yksittäisistä palvelualueista Goforen kilpailijoita ovat neuvonantopalveluissa Sofigate sekä perinteiset liikkeenjohdon konsultit (kuten PwC, Deloitte, KPMG), pilvipalveluissa erikoistuneet toimijat (kuten Nordcloud) sekä palvelumuotoilussa erikoistuneet palvelumuotoilutoimistot. Monet pienet toimijat yhtiö näkee kumppaninaan ja käyttää näitä alihankinnassaan.

Suurien skaalaa vastaan taistellaan eri keinoin

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

Käytännössä tämä tarkoittaa sitä, että näiden yhtiöiden ratkaisut ovat asiakkaan näkökulmasta sekä erittäin liiketoimintakriittisiä että vakiintuneita. Nämä taustajärjestelmätoimitukset ovat myös teknisesti hyvin haastavia ja korkean riskin hankkeita, mikä nostaa alalle tulon kynnyistä. IT-generalistien keskeisimmät kilpailuedun lähteet voidaan mielestämme tiivistää suuriin resurssisiin, asiakkaan kohtaamiin vaihdon kustannuksiin sekä korkeisiin alalle tulon kynnyksiin.



Kilpailukentän dynamiikka



Kilpailukenttä 2/3

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

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

Kilpailuetuja rakennettava jatkuvasti

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



Goforen kilpailutekijät

Vahvistavat tekijät

- Ketterä ja todistetusti tehokkaasti toimiva liiketoimintamalli
- Vahva työnantajaimago ja kyky houkutellessa osaajia vs. suuret toimijat
- Vahva ja vakiintunut asema sekä maine etenkin julkisella sektorilla
- Vahva asema arvoketjussa neuvonantopalveluiden ansiosta
- Kyvykkyys toimittaa vaativia hankkeita vs. pienet toimijat

Heikentävät tekijät

- Kapeampi tarjoama vs. generalistit, joilla mittavat offshore-resurssit ja laajat kyvykkyydet
- Useita pieniä ketteriä toimijoita haastajina, ohjelmistokehityksessä matala alalle tulon kynnykset
- Ei merkittävää ylläpitoliiketoimintaa tai jatkuvuutta
- Osaajamarkkina voi rasittaa kasvua

Kilpailukenttä 3/3

Vertailuryhmän kasvu ja kannattavuus

Tarkastelemme sivun 24 kuviossa listattujen sekä listaamattomien suomalaisten ja muiden Pohjoismaisten IT-palveluyhtiöiden kasvua ja kannattavuutta

Vertailuryhmän kasvu vuositason 2016-2020 on ollut keskimäärin 16 %, mitä selittää markkinan kasvu, monien pienten toimijoiden nopea orgaaninen kasvu sekä useiden toimijoiden yrityskaupat. Voimakkaimmin kasvaneet yhtiöt ovat laajentuneet niin yritysostoin kuin myös orgaanisesti. Vahvoja orgaanisia kasvavia ovat olleet Vincit, Sili, Solita, Futurice, Gofore, Reaktor Netcompany ja Kainos sekä viime vuosina myös Digia. Hitaimmin ovat kasvaneet suuremmat toimijat, jotka ovat kärsineet markkinan murroksesta (kuten Tietoevry, CGI, Know-IT).

Kasvua tarkasteltaessa on havaittavissa, että Suomen IT-markkinalla pienet erikoistuneet toimijat ovat yltäneet selvästi nopeimpaan kasvuun. Tämä heijastaa perinteisen järjestelmäkehityksen kysynnän hiipumista ja IT-kysynnän painottumista uusille alueille, joihin pienemmät ja ketterämmät toimijat ovat pystyneet tehokkaammin vastaamaan. Viimeisen parin vuoden aikana monet aikaisemmin pienet ja ketterät toimijat ovat kuitenkin kasvaneet suhteellisesti jo isompaan kokoluokkaan ja kasvuvauhdin ylläpitäminen käy yhä haastavammaksi, mikä on näkynyt vuosina 2019-2020 orgaanisen kasvuvauhdin hidastumisena. Selkeä erottuva yhtiö on tanskalainen

Netcompany, joka 3 500 osaaajasta huolimatta pystyy kasvamaan palveluliiketoiminnassa orgaanisesti ~20 % vuosivauhtia ja tekemään 30 % EBITA-marginaalia.

Kannattavuuden osalta vertailujoukon keskiarvo on 12 % käyttökatteella (EBITDA-%) mitattuna vuositason 2016-2020 (2015-2019 11,5 %). Yhtiöt ovat keskimäärin kannattavuudeltaan terveellä tasolla. IFRS-16-muutos nosti IFRS-kirjanpidossa olleiden yhtiöiden käyttökatemarginaaleja noin 1-3 %-yksikköä vuodesta 2019 alkaen (efekti laimeampi keskiarvoja katsottaessa). Tämä heikentää vertailukelpoisuutta vuotta 2019 edeltävään jaksoon ja erityisesti FAS-kirjanpidossa oleviin yhtiöihin. IT-palveluiden toimialalla olemme pitäneet yli 10 % EBITDA-tasoa hyvänä kannattavuustasona (ilman IFRS-16-vaikutusta). Yksinumeroisiin kannattavuustasoihin yhtiöiden ei pitäisi olla tyytyväisiä. Suuret generalistit Tietoevry ja CGI ovat tehneet hyvää kannattavuutta hitaasta kasvusta huolimatta, mikä perustuu niiden vahvaan markkina-asemaan ja ohjelmistoliiketoimintaan.

Kannattavuuden ja kasvun yhdistelmää viiden vuoden ajalta vertailemalla markkinassa erottuvat muutamat toimijat ylitse muiden. Tähtipelaajien lokeroon asettuvat suomalaisista yhtiöistä Gofore, Vincit, Sofigate, Netum ja Reaktor sekä tanskalainen Netcompany, isobritannialainen Kainos ja ruotsalainen Enea. Ruotsin markkinalla selkeä nousija on HiQ, joka on onnistunut muuntamaan liiketoimintamallinsa vastaamaan markkinatrendeihin. Pääomasijoittaja Triton osti HiQ:n muutama vuosi sitten.



Kasvuajurit

Pitkä aikaväli

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

Lyhyt aikaväli

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



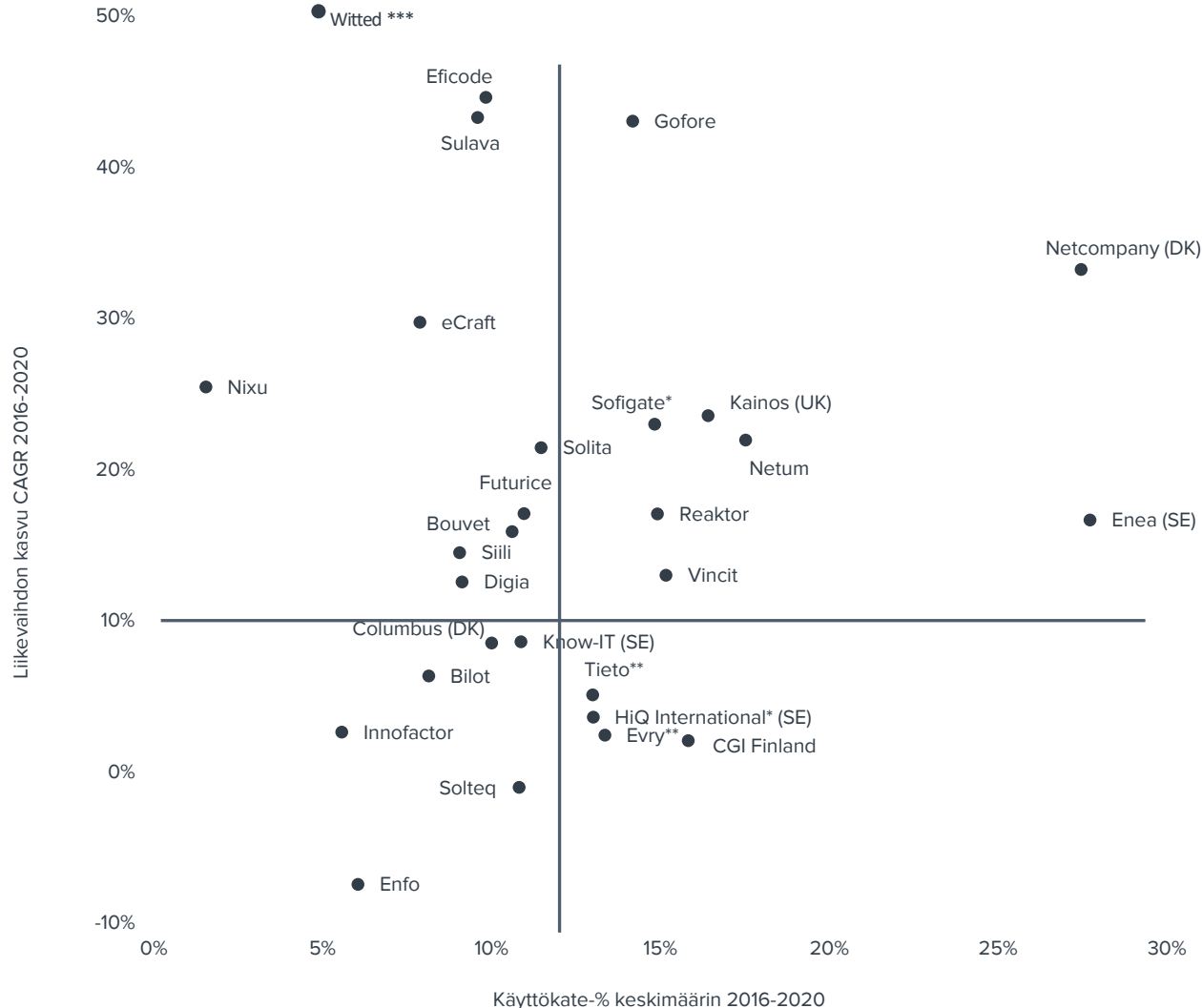
Kannattavuusajurit

Lyhyt aikaväli

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

Kilpailukenttä

Kilpailijoiden taloudellinen kehitys



Lähde: Inderes, yhtiöt

*vuodet 2016-2019

**Itsenäisenä vuodet 2016-2019

***vuodet 2017-2020 ja kasvu keskimäärin 105 %

Luvut sisältävät IFRS 16 -muutoksen vuoden 2019 lähtien



Kilpailukentän profiili



Tähdet

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

Kasvajat

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

Tuloskasvajat

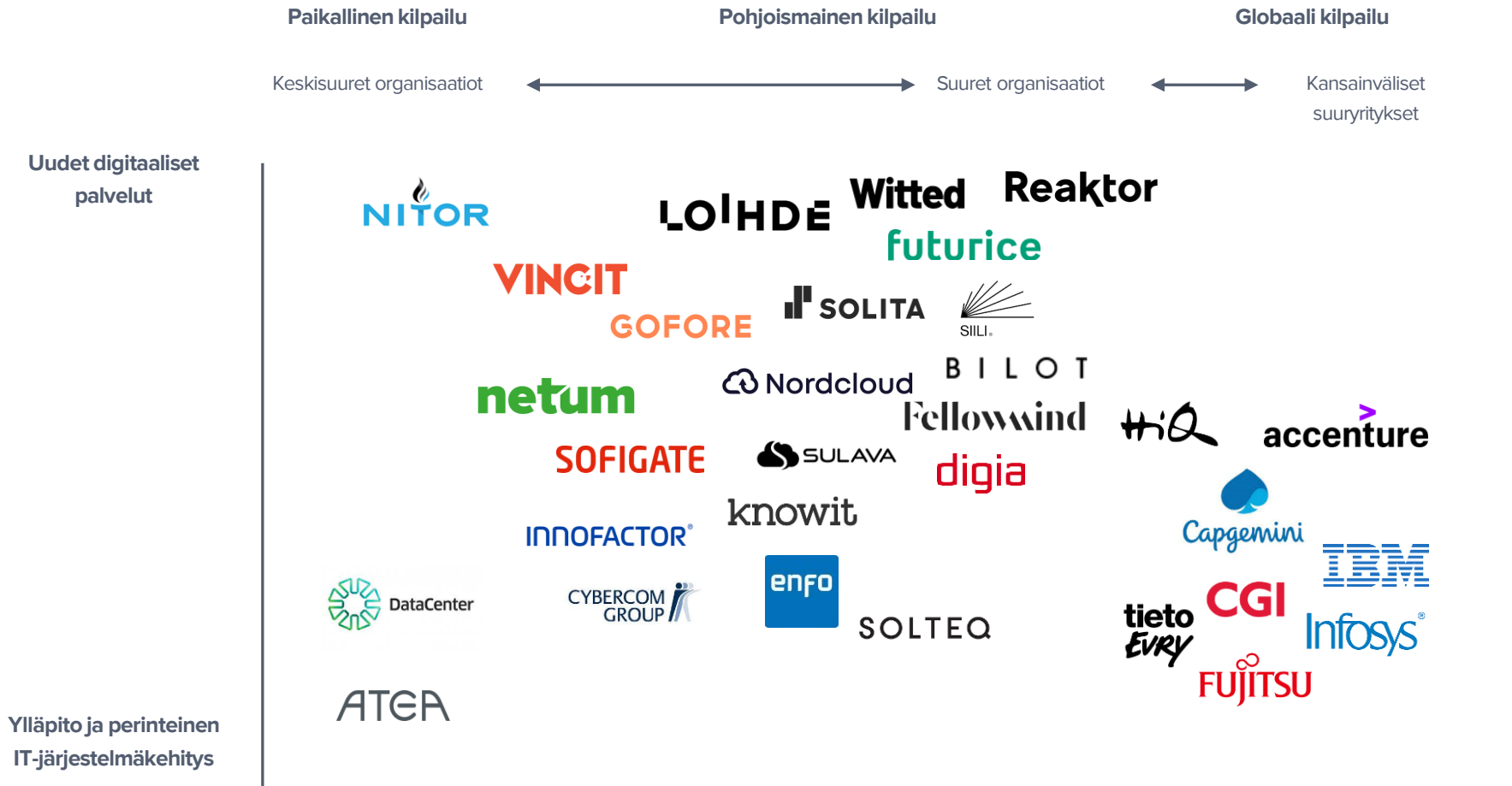
- Yhtiöitä, joiden asiakkailla korkeat vaihdon kustannukset esimerkiksi räätälöityjen ohjelmistoratkaisuiden myötä
- Kannattavuutta optimoitu osin kasvun kustannuksella

Käänneyhtiöt

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

Toimiala – Digitaalinen kehittäminen

Suomen markkinarakenne asiakaskoon ja palvelualuekohtaisen asemoitumisen perusteella



Strategia 1/3

Strategian ajurina on jatkuva muutos

Goforen tavoitteena on olla IT-markkinan kasvaviin alueisiin keskittyvä kasvuyhtiö. Goforen visiona on olla yksi merkittävistä digitaalisen muutoksen asiantuntijayrityksistä Euroopassa. Yhtiön missio on muuttaa maailmaa entistä paremmaksi digitalisaation keinoin ja työkuultuuria uudistamalla. Tulevaisuuden ennustamisen sijaan Goforen toiminta-ajatus perustuu enemmän jatkuvaan muutokseen ja toimintaympäristön muutoksiin reagointiin. Yhtiö ei strategiassaan ole erikoistunut tiettyihin osaamisalueisiin tai teknologioihin.

Gofore tarkensi hienoisesti strategiaan pääomamarkkinapäivällä vuonna 2021, jonka mukaisesti yhtiö pyrkii jatkossa olemaan:

- 1) **Kasvava ja kannattava** ja kasvua tavoitellaan niin orgaanisesti kuin yritysostoin. Yhtiö uskoo pystyvänsä kasvamaan markkinaa nopeammin.
- 2) **Pysyvästi kehittyvä ja uudistumiskykyinen** tulevaisuuden yhtiö niin asiakkaiden kuin myös työntekijöiden näkökulmasta.
- 3) **Vaikuttava ja vastuullinen** asiakkaille ja yhteiskunnalle.
- 4) **Kansainvälinen** ja kansainvälisesti merkityksellinen yhtiö. Yhtiö tavoittelee globaalisti toimivia asiakkaita ja haluaa kasvaa heidän mukanaan.
- 5) **Ainutlaatuista asiakas- ja työntekijäkokemusta**

Tärkeimpänä menestystekijänä viisikohtaisen vision saavuttamisessa yhtiö näkee oman yrityskulttuurinsa, joka kannustaa itseohjautuvuuteen. Johtamismalli perustuu

matalaan ja ei-siilomaiseen organisaatio-rakenteeseen sekä tiedon läpinäkyvyyteen.

Gofore profiloituu selkeästi puhtaaksi huippuasiantuntijoiden palveluyhtiöksi, eikä tavoitteena ole laajentua tuoteliiketoimintaan. Tämä linkittyy yhtiön toiseen toimintaperiaatteeseen, joka on eettinen lähestymistapa. Kun yhtiöllä ei ole omia ohjelmistotuotteita tai jälleenmyyntiä, asiakas voi luottaa Goforen tavoittelevan aitoa asiakasarvoa tuotemyynnin sijaan. Goforen toimintaperiaatteisiin kuuluvat myös liiketoimintariskien minimointi, jatkuva muutos ja työkuulttuurin jatkuva kehittäminen. Liiketoimintariskien minimointi tarkoittaa, ettei Gofore laajene projekteihin, joissa se joutuu kantamaan asiakkaan riskejä. Keskeinen osa strategiaa on myös yhtiön oma johtamiseen käytetty Digital Gofore -alusta, jonka avulla yhtiö uskoo säilyttävänsä tehokkuuden ja ketteryyden myös yritysoston kasvaessa huomattavasti.

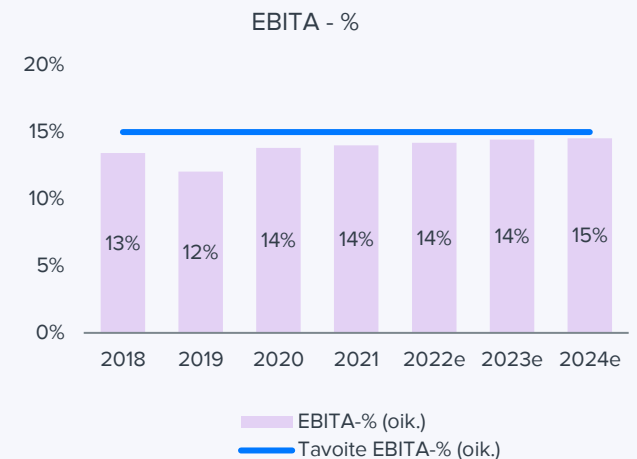
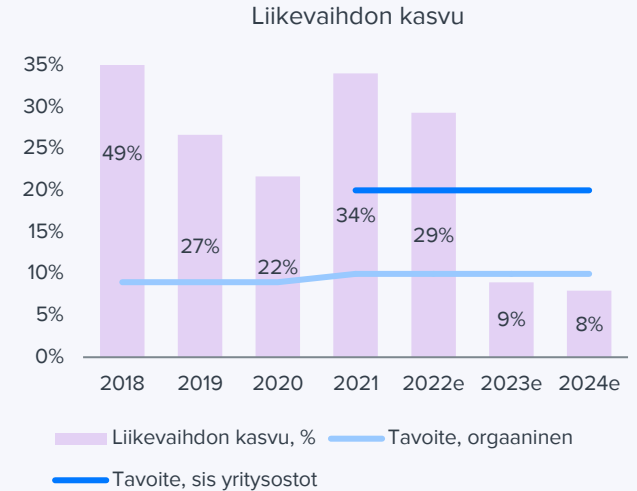
Strategisesti haasteena Goforella on IT-palvelusektorin muiden nuorten yhtiöiden tavoin jatkuvan ylläpitoliiketoiminnan vähäisyys. Lisäksi yhtiölle kulttuurillinen haaste on kyky puhutella yrityssektorin asiakkaita, sillä yhtiön geeniperimä on vahvasti julkishallinnon palvelemisessa.

Kasvu- ja kannattavuustavoitteet

Gofore tarkensi strategiassaan 2021 erityisesti kotimaan ja kansainvälisen kasvun alueita. Goforen pitkän aikavälin taloudelliset tavoitteet ovat yli 20 % vuotuinen liikevaihdon kasvu, josta orgaanisen kasvun osuus noin puolet. Lisäksi tavoitteena on 15 % oikaistu EBITA-marginaali.



Taloudelliset tavoitteet



Strategia 2/3

Nyt yritysostot tulevat vahvemmin esille strategiassa, mikä on konkretisoitu tavoitteissa. Gofore on pyrkinyt kehittämään organisaatiota niin, että siihen voidaan tuoda ostettuja yrityksiä. Keskeisenä osana yritysostojen integraatiota on ymmärryksemme mukaan Digital Gofore -alusta. Gofore on historiassaan kasvanut vahvasti ja onnistuneesti yritysostojen kautta. Yhtiön vahva tase ja kassavirta antavat hyvin liikkumavaraa yritysostoille myös jatkossa, vaikka huomioidaan Devecto-yrityskauppa (2022e: omavaraisuusaste 61 % ja kassa 31 MEUR). Sektorin keskimääräisiä arvostuskertoimia soveltaen yhtiö pystyi kassalla hankkimaan liikevaihtoa ~34 MEUR ja liiketulosta ~3,2 MEUR. Tämä vastaa noin 25 %:n liikevaihdon kasvua ja 16 %:n tuloskasvua 2022e verrattuna.

Pidämme Goforelle noin 10 % orgaanista kasvua mahdollisena yksittäisinä vuosina ja lyhyellä aikavälillä, mutta haastavana jatkuvasti pitkällä aikavälillä kun huomioidaan kova osaajakilpailu ja yhtiön kasvanut kokoluokka. Liikevoittotavoitetta pidämme realistisena, sillä yhtiöllä on hyvät näytöt tavoitellusta kannattavuudesta historiassa. Lyhyellä aikavälillä kuumen osaajamarkkinan varjopuolet eli vaihtuvuus ja palkkainflaatio kuitenkin rajoittavat arviomme mukaan kannattavuuden palautumista tavoitetasoille.

Yhtiön liiketoimintamalli sitoo vähän pääomaa ja tuottaa vahvaa kassavirtaa, minkä ansiosta osinkovirta pysynee hyvällä tasolla. Yhtiö pyrkii jakamaan vuosittain vähintään 40 % nettotuloksesta osinkoina.

Isossa kuvassa Goforen strategian suurin kysymys on kuinka yhtiö onnistuu monistamaan julkisen sektorin vahvaa menestystään yksityisille ja

kansainvälisille markkinoille sekä hallitsemaan kasvuaan.

Kansainvälistyminen ja vahvempi jalansija yksityisellä sektorilla

Yhtiö tavoittelee kansainvälistä kasvua linjassa konsernin muun liikevaihdon kanssa. Yritysostot ovat yksi mahdollinen reitti kiihdyttää kansainvälistä kasvua ja pidämme tätä todennäköisenä jopa lyhyellä aikavälillä, geopoliittisen tilanteen helpotettua.

Asiakassektoreittain yhtiön tavoite on kasvaa yksityisellä sektorilla ja erityisesti valmistavan teollisuuden asiakkaisissa, mikä on Mangodesign-yrityksoston ydinosaamista. Yhtiö vahvasti yksityisen sektorin asiakasportfoliota Devecto-kaupan myötä. Lisäksi yhtiö haluaa kasvaa kansainvälissä asiakkaisissa palvelemalla niitä Suomesta. Arviomme mukaan yhtiö tavoittelee erityisesti Goforen julkisen sektorin vahvan osaamisen tekemistä kansainvälisesti Suomesta.

Maantieteellisesti Gofore tavoittelee kansainvälistä kasvua erityisesti Saksan markkinalla, joka vielä tällä hetkellä muodostaa vain murto-osan liikevaihdosta, mutta markkinapotentiaali on suuri. Virossa Gofore on aloittanut toimintansa kolme vuotta ja saanut siellä julkisen puolen asiakkuuksia. Lisäksi Gofore kertoi syksyllä mielenkiintoisista kansainvälisistä OECD:n ja Euroopan patenttitoimiston puitejärjestelyistä, jotka osoittavat kilpailukykyä myös Euroopan tasolla julkisissa hankkeissa. Yhtiö on lähtenyt eri markkinoille pienin investoinnein ja kansainvälisiä toimintoja ei ole kasvatettu raskaasti negatiivisella kassavirralla, mikä pienentää riskejä.

Kansainvälistyminen

Kasvaa nykyasiakkaisissa

- Goforen nykymalli ja perusta mahdollistaa kasvun nykyasiakkaisissa ilman uuden toimipisteen perustamista
- Kasvattaa nykyisten asiakkaiden toimituksien kokoluokkaa
- Fokus yksityisellä ja julkisella sektorilla

Kasvaa Saksassa

- Kasvaa suomalaisen korkean osaamisen avulla
- Markkinalla vain rajattu määrä digikonsultteja, mikä helpotta Goforen kasvua
- Fokus valmistavassa teollisuudessa
- Yritysostot, vaikka yritysjärjestelymarkkinan kuumuus rajoittaa potentiaalia

Strategia 3/3

Yhtiön tavoitteena on päästä palvelemaan kansainvälisiä brändejä ja kasvamaan näiden kanssa sekä palvelemaan asiakkaita haastavissa projekteissa. Tässä onnistuminen luonnollisestikin vahvistaisi yhtiön uskottavuutta ja lisäisi myös houkuttelevuutta työnantajana.

Yhtiön kansainvälistymisen strategia on näin aikaisempaa huomattavasti selkeämpi ja rakentuu nykyisten vahvuuksien ympärille.

Yrityskaupat

Gofore kartoittaa sen strategiaa tukevia yritysostokohteita arviomme mukaan ensisijaisesti Suomesta ja Saksasta. Arviomme mukaan yrityskaupoille suurin kynnys on kulttuurillisen yhteensopivuuden löytäminen. Yhtiöllä on jo kokemusta yrityskaupoista kotimaassa, mikä vähentää kotimaan yritysjärjestelyihin liittyvää riskiä. Kansainväliset yritysostot nostavat luonnollisesti riskitasoa.

Ymmärryksemme mukaan yhtiö hakee Saksasta valmista kypsää liiketoimintaa. Mahdolliset yritysostot Saksassa voivat arviomme mukaan olla merkittäviä, jotta markkinaaan saadaan huomattava pohja jatkotoimenpiteitä ajatellen. Ostokohdetta ei todennäköisesti suoraan integroitaisi Goforeen, vaan liiketoiminnalla olisi omat tavoitteet ja paikallinen johto.

Palvelualueittain yhtiö on saanut kriittiset tavoitellut puutteet täytettyä. Yhtiö näkee maantieteellisen, yksityisen sektorin vahvistukset ja dataan liittyvän osaamisen potentiaalisina seuraavina

investointikohteina. Lisäksi pidämme nearshore-järjestelyä mahdollisena keskipitkällä aikavälillä.

Historiallisista yrityskaupoista Leadin-kauppa vaikutta sujuu hyvin. Solinor-kaupassa yhtiöllä oli vaihtuvuushaasteita, mikä näkyi lyhyen tähtäimen kehityksessä. Silver Planet vaikuttaa myös olleen hyvä ostos. Saksasta hankittu Mangodesign lähti kehittymään hieman odotuksia hitaammin ja korona pysäytti jatkokehityksen, mutta kokoluokaltaan kauppa oli hyvin pieni. Qentinel-kaupasta yhtiö on todella tyytyväinen erityisesti palvelutarjoaman laajentamisesta näkökulmasta katsottuna. CCEA-kaupasta ja tuoreimmasta Devecto-kaupasta on vielä liian aikaista sanoa. Viimeisimmän Devecto-yritysoston kommentti on luettavissa [tästä](#).

Monilla IT-sektorin palvelualueilla Suomessa on rajallisesti hyviä yritysostokohteita ja niiden arvostukset ovat nousseet korkeiksi sektorin kiihtyneen yrityskauppa-aktiiviteetin myötä. Näkemyksemme mukaan Gofore on pystynyt olemaan aktiivinen yrityskauppamarkkinalla osin oman likvidin osakkeen korkean arvostuksen tukemana. Gofore on pyrkinyt minimoimaan yrityskauppariskejä käyttämällä omaa osaketta ja sitouttamalla avainhenkilöt.



Goforen yrityskaupat

Leadin kauppa 2017

Liikevaihto	4,2
EBITDA-%	13 %
Henkilöitä	100

Solinor kauppa 2018

Liikevaihto	4,0
EBITDA-%	13 %
EV/liikevaihto	1,0x
EV/käyttökate	7,7x
Henkilöitä	50

Silver Planet kauppa 2019

Liikevaihto	7,2
EBIT-%	25 %
EV/liikevaihto	1,5x
EV/EBIT	6,0x
Henkilöitä noin	40

Mangodesig kauppa 2019

Liikevaihto	0,5
EBIT-%	5 %
Henkilöitä	12

Qentinel Finland kauppa 2020

Liikevaihto	12,0
EBIT-%	14 %
EV/liikevaihto	0,7-0,9x
EV/EBIT	5,2-6,4x
Henkilöitä noin	100

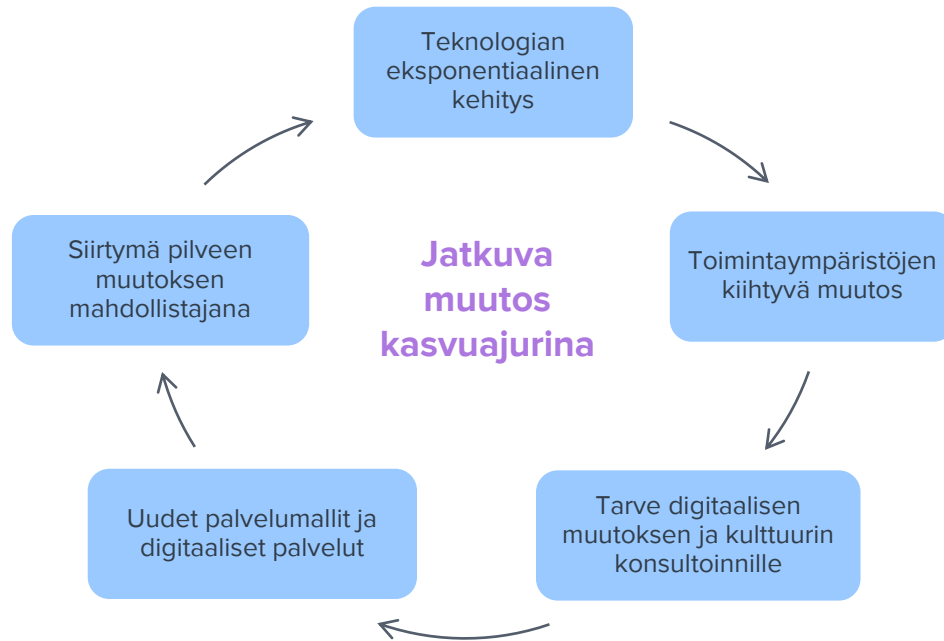
CCEA 2021

Liikevaihto	5,6
EBITDA-%	21 %
EV/liikevaihto	0,0
EV/EBITDA	5,1x
Henkilöitä noin	50

Devecto 2022

Liikevaihto	10,7
EBITDA-%	19 %
EV/liikevaihto	2,0x-2,4x
EV/EBITDA	10x-13x
Henkilöitä noin	130

Strategia



Strategian toteutuksessa seurattavia asioita

- Rekrytointinopeuden ylläpitäminen
- Kustannusinflaation ja vaihtuvuuden vaikutus kannattavuuteen
- Asiakashintojen nousu
- Työnantajakuvan ja kulttuurin säilyminen
- Yksityisen sektorin liikevaihdon kehitys
- Yritysostojen onnistuminen
- Kansainvälistymisen onnistuminen

Tyypillinen logiikka asiantuntijayritysten yrityskaupoissa



Strategian asemoituminen

	Ohjelmistokehittäjätalot	Keskisuuret	IT-generalistit (kuten Tieto)
Esimerkki	Siili, Solita, Vincit, Futurice, Reaktor, Gofore	Digia, Solteq, Innofactor, Netum, Bilot	Tietoevry, CGI, Accenture
Geeniperimä	Uudet digitaaliset palvelut, digitalisaattioratkaisut	Taustajärjestelmät Digitaaliset palvelut kasvussa	Taustajärjestelmät
Vahvuudet	Osaajakilpailu Ketteryys Muutosnopeus Matala organisaatiomalli Asemoituminen kasvaville alueille Ei olennaisia projektiriskejä	Integraatio-osaaminen Taustajärjestelmien tuntemus Liiketoimintakriittisen toimittajan rooli Laaja tarjoama Vakiintunut asiakaskunta	Offshore/nearshore -kyvykkyudet Globaali toimituskyvykkyys Laajin tarjoama Vahva asiakaspito
Heikkoudet	Resurssivuokraajan rooliin jääminen Ylläpitokyvykkyudet Kyky toimittaa kokonaisratkaisuja	Projektiriskeille altistuminen (pienentynt) Tarve uudistua ja investoida Väliinpuotoajan rooliin jääminen	Tarve jatkuvaan uudistumiseen Muutosnopeus Raskas organisaatio
Tyypillinen erikoistuminen	Kaikki asiakaskoot ja toimialat Laajentuminen uusiin asiakassegmentteihin Valitut palvelualueet	Suuret/keskisuuret organisaatiot Usein toimialafokus Kaikki palvelualueet	Suuret/globaalit asiakkaat Laaja toimialaosaaminen Kaikki palvelualueet
Kasvu ja kannattavuus tällä hetkellä	Vahva kasvu nykymarkkinassa Yrityskaupat vahvistamassa kasvua Vahva kannattavuus nykymarkkinassa	Hyvä orgaaninen kasvu Yrityskaupat kasvuajurina Tyydyttävä/heikko kannattavuus	Maltillinen orgaaninen kasvu Kasvu yrityskaupoin Hyvä kannattavuus
Konsolidaatio	Ostokohteina pienet erikoistujat, tavoitteena tarjoaman laajentaminen ja maantieteellinen laajentuminen	Ostokohteina pienet erikoistujat, tavoitteena tarjoaman vahvistaminen, suuremmat fuusiot mahdollisia	Ostokohteina usein keskisuuret erikoistuneet toimijat, myös suuria fuusioita kansainvälisellä tasolla

Historiallinen kehitys

Vahvaa ja kannattavaa kasvua läpi historian

Gofore on kasvanut vahvasti ja kannattavasti vuodesta 2009 lähtien. Keskimäärin liikevaihto on kasvanut vajaat 50 % ja EBITA ollut 13 % vuosina 2019-2021.

Suuremmassa kokoluokassa yhtiö on pystynyt 2010-luvun loppupuolella jatkamaan vahvaa ja hyvin kannattavaa kasvua. Yhtiön liikevaihto on kasvanut keskimäärin ~40 % vuodessa yritysostojen tukemana vuosina 2016-2021. Kasvusta reilu puolet on arviomme mukaan orgaanista. Yritysostot tukivat liikevaihtoa arviomme mukaan reilu 40 MEUR:n edestä vuosina 2017-2021 (2021 liikevaihto 105 MEUR). EBITA-% on ollut keskimäärin 14 % vuosina 2016-2021, mikä on selvästi yli sektorin keskiarvon.

Goforen kulurakenne on tyypillisen IT-palveluyhtiön näköinen. Liikevaihdosta hieman alle 60 % on henkilöstökuluja. Noin 15 % liikevaihdosta on historiallisesti ollut materiaaleihin ja palveluihin liittyviä kuluja, joka on pääasiassa alihankintaa. Lisäksi ~15 % liikevaihdosta on liiketoiminnan muita kuluja, mikä on tyypillinen taso sektorilla.

Vahvasta liikevaihdon kasvusta huolimatta Goforen kannattavuus on pysynyt sektorinsa parhaalla tasolla. Tämä on yleisesti IT-palvelusektorin yhtiölle poikkeuksellista, sillä nopea rekrytointivauhti tyypillisesti rasittaa konsulttiliiketoiminnassa kannattavuutta. Taso selittyy arviomme mukaan julkisen sektorin tasaisen kysynnän ja pitkien sopimuksien, vahvan käyttöasteiden hallinnan, projektiriskien minimoinnilla ja korkean asiakaspysyvyyden myötä. Ketterät toimijat ovat pystyneet korkeasta kasvusta huolimatta pitämään yllä vahvoja

käyttöasteita, koska asiakaskysyntä on hyvää ja ne onnistuvat ajamaan uudet osaajat nopeasti sisään projekteihin ja asiakkuuksiin.

Gofore on vuodesta 2009 lähtien jakanut keskimäärin 52 % tuloksesta osinkoina.

Vuonna 2021 yhtiö navigoi jälleen vahvasti vastatuulista huolimatta

Vuosi 2020 oli Goforelle ja koko IT-palvelusektorille koronan myötä haasteellinen. Vuonna 2021 kuuma osaajamarkkina laitto vastatuulta. Gofore on vuodesta toiseen osoittanut vahvaa tekemistä vastatuulista huolimatta.

Vuonna 2021 liikevaihto kasvoi 34 % 105 MEUR:oon. Kasvua vetivät yritysostot, mutta myös orgaaninen kasvu oli hyvää (13 %) koko vuonna. Orgaaninen kasvu vahvistui H2:lla selvästi ja oli lähes 20 %:n tasolla. Yhtiö kommentoi myös asiakashintojen kehittyneen positiivisesti (+4,6 %) ja tukeneen liikevaihdon kehitystä sekä paikkaavan kuumen osaajamarkkinan luomaa palkkainflaatiopainetta (+4,9 %).

Maantieteellisesti katsottuna 9 % liikevaihdosta (2020: 10 %) tuli kansainvälisestä liiketoiminnasta ja loput 91 % Suomesta. Yksityisen sektorin osuus liikevaihdosta nousi 35 %:iin (2020: 26 %) ja julkisen sektorin osuus oli loput 65 %. Näin yksityinen sektori kasvoi hyvin vahvasti (>80 %) yritysostojen tukemana. Goforen julkisen sektorin liikevaihto kasvoi myös vahvasti (~18 %).

Gofore onnistui kuumasta osaajamarkkinasta huolimatta rekrytoimaan myös orgaanisesti. Yhtiön henkilöstömäärä kasvoi CCEA-kaupan myötä noin 50:llä ja orgaanisesti yhtiö rekrytoi reilut 70 osaajaa.

Oikaistu EBITA kasvoi 36 % 14,6 MEUR:oon, mikä vastaa 14,0 % liikevaihdosta. Kannattavuutta voidaan pitää todella hyvänä, kun huomioidaan kova kilpailu osaajamarkkinalla ja erityisesti voimakkaat rekrytoinnit. Kannattavuutta tukivat operatiivisten kulujen lasku (2 %-yksikköä) ja alihankinnan parempi kannattavuus (1 %-yksikkö).

Tase on vahva ja mahdollistaa uudet yritysostot

Gofore on ollut läpi historian taseeltaan todella vahva ja kevyt. Yhtiön tase on historiassa koostunut pääosin käyttöpääomatarpeisista. Yrityskauppojen myötä taseeseen on kuitenkin syntynyt liikearvoa. Gofore on historiassaan aina pitänyt vahvan nettokassan ja nettovelkaantuminen on ollut keskimäärin -71 % vuosina 2009-2021. Omavaraisuusaste on samana aikana ollut keskimäärin 51 %.

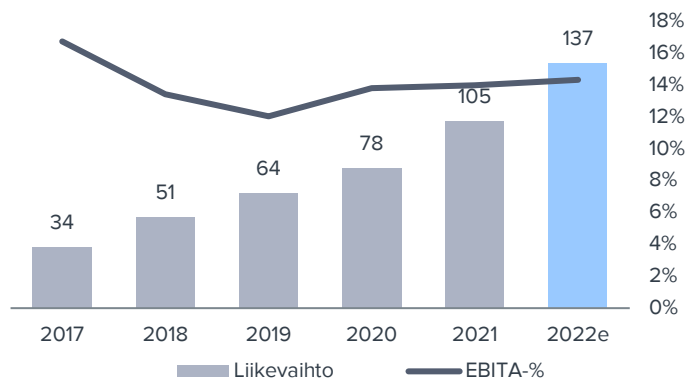
Gofore siirtyi viime keväänä päälliställe ja samalla IFRS-raportointiin. Samassa yhteydessä Gofore toteutti 19 MEUR:n osakeannin, joka vahvisti tasetta. Vuoden 2021 lopussa yhtiöllä oli korollista vierasta pääomaa 10 MEUR ja kassaa 39 MEUR. Yhtiön omavaraisuusaste oli 62 % (2020: 47 %) ja nettovelkaantumisaste -41 % (-15 %). Yhtiön tase on terveellä pohjalla johtuen terveestä liiketoiminnasta ja vakaasta rahavirrasta.

Goforen tase on hyvin tyypillinen IT-palveluyhtiön tase. Taseen suurimpia omaisuuseriä ovat liikearvo, aineettomat hyödykkeet, saamiset ja kassa jotka vastasivat 26 %, 11 %, 16 % ja 39 % 2021 lopussa.

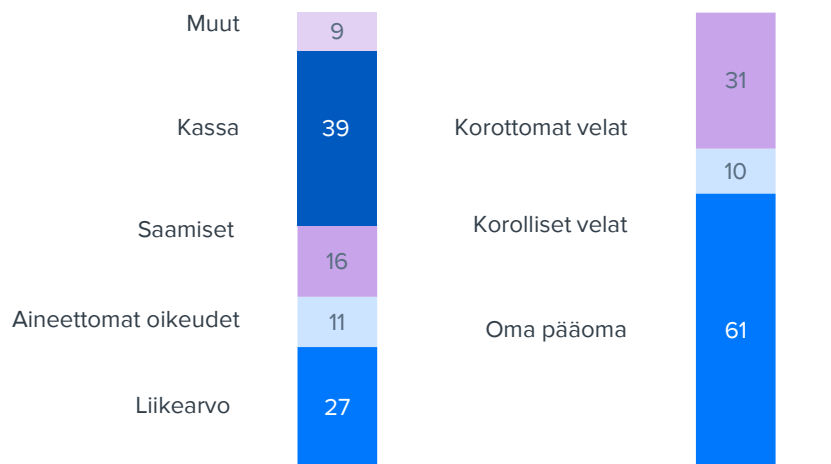
Goforen vapaan operatiivisen kassavirran ja käyttökatteen suhdeluku on ollut keskimäärin 88 % vuosina 2014-2021, mikä on erityisen hyvä taso voimakkaaseen kasvuun nähden.

Historiallinen kehitys

Liikevaihdon ja kannattavuuden kehitys



Tase 2021 lopussa



Lähde: Gofore ja Inderes

Lyhennetty tuloslaskelma

	2017	2018	2019	2020	2021	2022e
Liikevaihto	34,0	50,6	64,1	78,0	105	137,0
Käyttökate (EBITDA)	5,8	7,0	9,2	12,3	17,1	21,9
EBITA (oik)	5,7	6,8	7,7	10,8	14,6	19,6
Liikevoitto (EBIT)	5,4	6,1	6,6	8,8	12,2	16,0
Tulos ennen veroja	4,2	6,1	6,5	8,6	11,3	15,9
Nettotulos	3,3	4,7	5,1	6,9	9,1	12,8
Osakekohtainen tulos	0,4	0,4	0,46	0,64	0,80	1,06
Vapaa kassavirta	5,1	2,4	0,6	0,2	1,7	0,0

Avainluvut

	2017	2018	2019	2020	2021	2022e
Liikevaihdon kasvu-%	82 %	49 %	27 %	22 %	34 %	31 %
Käyttökate-%	17,1 %	13,8 %	14,4 %	15,8 %	16,3 %	16,0 %
EBITA-%	16,8 %	13,4 %	12,1 %	13,8 %	14,0 %	14,3 %
Liikevoitto-%	15,8 %	12,0 %	10,3 %	11,2 %	11,7 %	11,7 %
ROE-%	30 %	24 %	19 %	20 %	19 %	19 %
ROI-%	40 %	25 %	21 %	21 %	21 %	21 %
Omavaraisuusaste	61 %	64 %	58 %	46 %	60 %	61 %
Nettovelkaantumisaste	-44 %	-44 %	-48 %	-34 %	-48 %	-41 %

Osakelukuja

	2017	2018	2019	2020	2021	2022e
EPS (oikaistu)	0,37	0,42	0,46	0,64	0,80	1,06
Kassavirta / osake	0,39	0,19	0,05	0,01	0,12	0,00
Osinko / osake	0,15	0,19	0,20	0,24	0,28	0,35
Omapääoma / osake	1,38	1,69	2,39	2,57	4,05	4,93

Lähde: Inderes ja *IFRS kirjanpito (2018 asti FAS)

Ennusteet 1/2

Ennusteajurit

Ennustamme Goforen liikevaihtoa pääasiassa henkilökunnan kokonaiskapasiteetin (oma henkilökunta ja alihankinta) muutoksen kautta, koska yhtiön liikevaihto on vahvasti riippuvainen osaajakapasiteetista. Kulurakenteessa suuri kuluerä on myös henkilöstökulut, joka on suoraan sidonnainen oman henkilöstömäärän muutoksiin, tuottavuuteen sekä palkkainflaatioon. Myös materiaalit ja palvelut ovat suoraan liikevaihtoon sidonnaisia alihankintakuluja. Kolmatta suurta kuluerää, liiketoiminnan muita kuluja ennustamme pääasiassa suhteessa liikevaihdon kehitykseen. Yhtiö investoi toiminnanohjauksen johtamisen alustan (Digital Gofore) kehitykseen, eikä näitä kehitysmenoja aktivoida taseeseen, mikä painaa liikevaihtoa (~2 MEUR) ja kannattavuutta.

Gofore raportoi kuukausittain sijoittajille liikevaihtoa, henkilöstön kokonaiskapasiteettia ja alihankintaa sekä työpäivien lukumäärää. Tämä parantaa sijoittajille läpinäkyvyyttä yhtiön

kehitykseen ja liiketoimintaan, mikä isossa kuvassa pienentää myös osakkeen riskitasoa. Yhtiö raportoi kvartaaleittain myös EBITA-liikevoiton.

Liikevaihdon kasvu vetää tuloskasvua

Gofore päivitti tiedonantopolitiikka ja päätti jatkossa olla antamatta ohjeistusta kuluvalle vuodelle. Goforen kuukausittaisten kattavien liiketoimintakatsausten myötä meillä on kuitenkin verrattain hyvä näkyvyys yhtiön liiketoimintaan sekä sen kehitykseen. Lisäksi yhtiön pitkäaikainen hyvin tasainen ja vahva tekeminen antavat luottoa kuluvaan vuoteen sekä pitkän aikavälin tavoitteita kohti etenemiseen.

Ennustamme Goforen kasvavan 31 % vuonna 2022 vahvan orgaanisen kasvun (20 %) vetämänä. Ennusteemme olettaa Goforen henkilöstömäärän kasvavan vuoden 2021 lopusta 203 henkilöllä 1055 henkilöön vuoden 2022 loppuun mennessä. Devecto yritystalon myötä henkilöitä tuli noin 130 tammikuussa. Lisäksi yhtiö käyttää alihankintaa,

jonka ennustamme vastaavan vajaa 15 % yhtiön kokonaiskapasiteetista ja olevan keskimäärin 150 henkilöä.

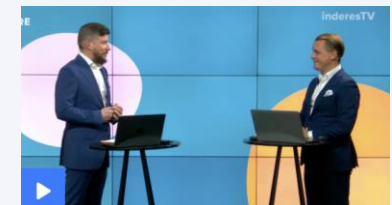
Odotamme EBITA-%:n nousevan 14,3 %:iin (2021 14,0 %). Kannattavuusparannusta ajaa matalampi vaihtuvuus, korkeammat asiakashinnat ja nousevat laskutusasteet.

Ennustamme oikaistun osakekohtaisen tuloksen kasvavan 33 % 1,06 euroon vuonna 2022. Raportoitu osakekohtainen tulosennusteemme vuodelle 2022 on 0,83 euroa. Oikaisemme tuloksesta yrityshankintoihin liittyvät aineettomien hyödykkeiden poistot, koska ne eivät ole kassavirtavaikutteisia. Arvioimme yhtiön nostavan osinkoaan 0,35 sekä 0,40 euroon osakkeelta vuosina 2022-2023 (2021: 0,28). Tuloksen lisäksi seuraamme myös tiiviisti asiakashintojen muutosta sekä henkilöstön vaihtuvuutta ja palkkainflaatiota, koska nämä ovat keskeisiä liikevaihdon ja kannattavuuden ajureita.

	Tot 2021	Tot 1/22	Tot 2/22	Enn 3/22	Enn 4/22	Enn 5/22	Enn 6/22	Enn 7/22	Enn 8/22	Enn 9/22	Enn 10/22	Enn 11/22	Enn 12/22	Enn 2022
Liikevaihto	104,5	10,8	11,3	12,9	10,9	12,4	12,3	3,5	11,7	13,4	12,9	13,6	11,2	137,0
muutos, %	34 %	45 %	40 %	33 %	28 %	41 %	35 %	28 %	38 %	29 %	27 %	21 %	16 %	31 %
Liikevaihto/henkilö/työpäivä, kk		0,51	0,52	0,51	0,52	0,53	0,52	0,16	0,46	0,54	0,54	0,54	0,49	
muutos, % v/v		2 %	3 %	3 %	4 %	4 %	4 %	1 %	1 %	0 %	0 %	-1 %	-2 %	
Oma kapasiteetti + alihankinta, kasvu kk	152	138	31	7	7	7	7	-80	70	15	7	7	7	223
Alihankinta kokonaiskapasiteetin lisäksi (%)		14 %	14 %	14 %	14 %	14 %	14 %	8 %	14 %	14 %	14 %	14 %	15 %	
Lähde: Gofore ja Inderes														



Katso videohaastattelu H2-tuloksesta:



Ennusteet 2/2

Keskipitkän aikavälin ennusteet: liikevaihdon kasvu vetää tuloskasvua

Arvioimme Goforen strategisen positioitumisen kasvaville digitaalisille alueille mahdollistavan yhtiölle edelleen sektoria paremman kasvun jatkumisen lähivuosina. Yhtiön mukaan sen johtamismallit rakentuvat 15 % EBITA-marginaalin mukaisesti ja yhtiö pystyy liiketoiminnan hyvän ennustettavuuden myötä suhteellisen tarkasti toimimaan tämän mukaisesti. Lyhyellä aikavälillä kuuma osaajamarkkina rajaa kuitenkin arvioimme mukaan kannattavuuspotentiaalia. Lisäksi yrityskauppojen integraatiot ja suurten julkisten sopimusten uusimisien taitekohdat voivat hetkellisesti aiheuttaa epäjatkuvuutta yhtiön tekemiseen ja painaa kannattavuutta. Näemme kuitenkin Goforen olevan kilpailullisesti hyvässä asemassa niin osaajien saatavuuden kuin hinnoitteluvoimankin suhteen. Lisäksi yhtiöllä alkaa olemaan hyvää kokemusta yrityskauppojen integraatioista ja sen myötä valmiimpi uusien kauppojen integroinnissa.

Vuosina 2023-2024 ennustamme liikevaihdon kasvavan 8-9 % (orgaanisesti) ja EBITA-%:n asteittain nousevan vajaaseen 15 %:iin. Ennusteemme liikevaihdon kasvulle ovat alle yhtiön viime vuosien tason, mutta yli sektorin keskimääräisen tason. Tämän taustalla on yhtiön kasvanut kokoluokka ja kireässä asennossa oleva osaajamarkkina. Kannattavuusodotuksemme heijastelevat ehjiä vuosia ilman suurempia pettymyksiä. Odotamme 11 % keskimääräistä tuloskasvua liikevaihdon ja kannattavuuden

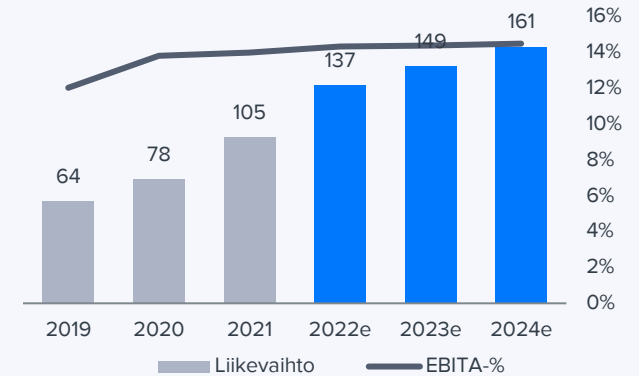
tukemana vuosina 2023-2024. Yhtiön tuloskasvu on vahvasti liikevaihdon kasvun varassa, sillä nykyisissä kannattavuusmarginaaleissa on mielestämme vain rajallista nousuvaraa.

Arvioimme yhtiön maksavan reilut 40 % osakekohtaisesta tuloksesta osinkoina. Osinkoennusteemme vastaa ~2 %:n osinkotuottoa.

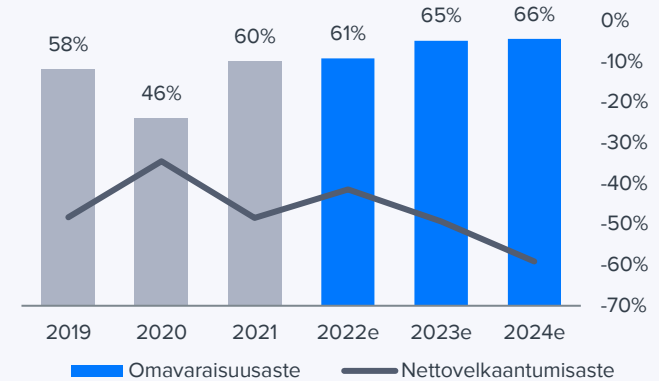
Pitkän aikavälin ennusteet

Pitkällä aikavälillä odotamme kasvun asteittain hidastuvan 4 %:iin ja olevan 3,0 % ikuisuusoletuksessa. Odotamme liikevoittomarginaalin laskevan lähemmäs nykyistä sektorin keskimääräistä tasoa (~11 %) ja olevan 12 % vuonna 2029 ja ikuisuusoletuksessa. Painotamme Goforen arvonmäärityksessä kuitenkin enemmän lyhyen ja keskipitkän aikavälin ennusteita pitkän aikavälin DCF-kassavirta-analyysin sijaan.

Liikevaihdon ja kannattavuuden kehitys



Taseen avainlukujen kehitys

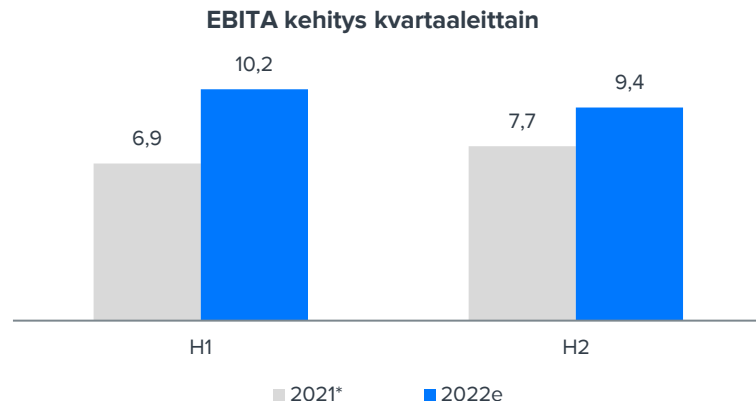
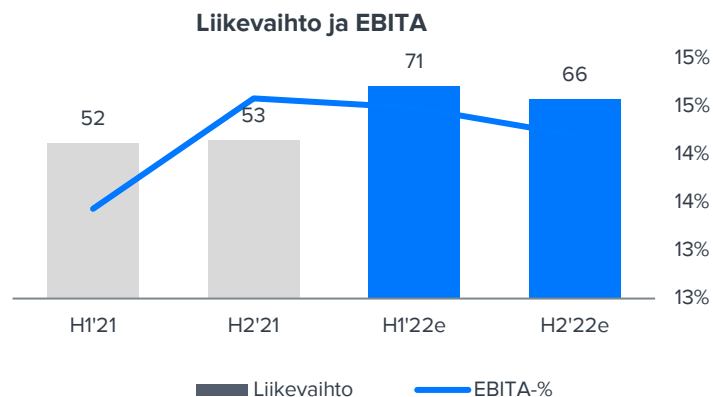


Kvartaaliennusteet

Tuloslaskelma	2019	2020*	H1'21	H2'21	2021*	H1'22e	H2'22e	2022e	2023e	2024e	2025e
Liikevaihto	64,1	78,0	51,7	52,8	105	70,6	66,4	137	149	161	173
Käyttökate	9,2	12,3	8,1	8,9	17,1	11,3	10,7	21,9	24,3	26,2	27,3
EBITA (oik.)	7,7	10,8	6,9	7,7	14,6	10,2	9,4	19,6	21,5	23,4	24,5
Liikevoitto	6,6	8,8	5,7	6,5	12,2	8,3	7,7	16,0	18,2	20,3	21,7
Nettorahoituskulut	-0,1	-0,1	-0,7	-0,1	-0,9	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
Tulos ennen veroja	6,5	8,6	4,9	6,4	11,3	8,3	7,7	15,9	18,2	20,3	21,6
Verot	-1,4	-1,7	-1,0	-1,3	-2,3	-1,7	-1,5	-3,2	-3,6	-4,1	-4,3
Nettotulos	5,1	6,9	3,9	5,1	9,1	6,6	6,1	12,8	14,5	16,2	17,3
EPS (oikaistu)	0,46	0,64	0,38	0,42	0,80	0,55	0,51	1,06	1,16	1,26	1,31
EPS (raportoitu)	0,38	0,49	0,26	0,34	0,60	0,43	0,40	0,83	0,95	1,05	1,13

Tunnusluvut	2019	2020*	H1'21	H2'21	2021*	H1'22e	H2'22e	2022e	2023e	2024e	2025e
Liikevaihdon kasvu-%	26,7 %	21,7 %	38,3 %	30,2 %	34,1 %	36,6 %	25,7 %	31,1 %	9,0 %	8,0 %	7,0 %
EBITA kasvu-%		39,6 %	21,9 %	51,5 %	35,9 %	47,2 %	22,4 %	34,2 %	9,5 %	8,8 %	4,8 %
Käyttökate-%	14,4 %	15,8 %	15,7 %	16,9 %	16,3 %	16,0 %	16,1 %	16,0 %	16,3 %	16,3 %	15,8 %
EBITA-%	12,1 %	13,8 %	13,4 %	14,6 %	14,0 %	14,5 %	14,2 %	14,3 %	14,4 %	14,5 %	14,2 %
Nettotulos-%	8,0 %	8,9 %	7,6 %	9,7 %	8,7 %	9,4 %	9,3 %	9,3 %	9,7 %	10,1 %	10,0 %

Lähde: Inderes *oikaistu IFRS-kirjanpitoon



Sijoitusprofiili

Sektorin kärkeä

Gofore profiloituu sijoittajille teknologiasektorin kannattavan kasvun palveluyhtiönä. Yhtiön kautta pääsee sijoittamaan digitalisaatiomurrokseen laadukkaan yhtiön kautta ilman, että tarvitsee kantaa olennaista teknologiariskiä. Pitkän aikavälin kysyntäfundamentit yhtiön toimialalla ovat erinomaiset ja osin jopa vahvistuneet koronan aiheuttaman digiloikan myötä.

Goforen konsulttityöhön perustuvassa liiketoimintamallissa ei ole skaalautuvuutta, mutta vastaavasti riskitaso on maltillisempi ja kassavirrat vakaampia ja ennustettavampia. Yhtiö ei kanna projektiriskejä liiketoiminnassaan, mikä alentaa olennaisesti riskitasoa.

Verrattuna lähimpiin verrokkeihin, profiloituu Gofore IT-palvelusektorilla selkeimmin asiakkaan digitaalisen muutoksen toteuttajana. Yhtiöllä on paljon vastaavia palvelualueita kuin sen verrokeilla, mutta lähestymiskulma on hieman erilainen. Selkein erottava tekijä on yhtiön neuvonantopalvelut.

Gofore on vahvalla kasvulla ja korkealla kannattavuudella mitattuna sektorin kirkkainta parhaimmistoa. Samalla yhtiö on pystynyt ylläpitämään vahvaa tekemistä vuodesta toiseen kasvaneesta kokoluokasta huolimatta, mikä laskee riskiprofiilia ja lisää luottamusta myös hyvän suorittamisen jatkumiseen. Yhtiö on onnistunut skaalamaan organisaatiota yli 1000 hengen kokoluokkaan ilman mittavia kasvukipuja, mikä on ollut sektorilla poikkeuksellista. Yhtiön keskeisin kilpailuetu perustuukin mielestämme kulttuuriin sekä johtamis- ja organisaatiomalliin. Lisäksi vahva asema vakaalla, isojen ja pitkien sopimuksien julkisella sektorilla tuo jatkuvuutta ja laskee

riskiprofiilia.

Seuraavaa kasvun tukijalkaa yhtiö tavoittelee yksityisasiakkaiden puolelta ja Saksan markkinalta, missä kasvukehitys on ollut vaatimattomampaa ja yhtiöllä vielä todistettavaa. Tämä on pitkän aikavälin kasvun kannalta ratkaisevaa, sillä Suomen julkishallinnon markkina on kooltaan rajallinen.

Vahvuudet

- Gofore asemoituu IT-markkinan kasvaville palvelualueille, sen tarjooma on kokonaisvaltainen ja yhtiöllä on vahvaa osaamista sen palvelualueilla.
- Yhtiöllä on kokemusta suurten hankkeiden toimituksista ja suurten asiakkaiden palvelemisesta, joten Gofore on pystynyt aidosti yhdistämään suurten toimijoiden toimituskyvykkyyttä ja pienen toimijan ketteryyden etuja.
- Gofore on uudistanut julkishallinnon IT:n ostamista ja yhtiöllä on selkeästi julkishallinnon palvelemiseen ja ostoprosessiin liittyvää osaamista, jota monilla kilpailijoilla ei ole. Julkishallinto on yleisesti tunnettu IT-yhtiöille vaikeana ostajana, mutta Gofore on todistanut pystyvänsä kasvamaan voimakkaasti ja toimimaan hyvin kannattavasti tässä markkinassa.
- Goforen kulttuuri, matala organisaatiomalli ja oma toiminnanohjausjärjestelmä ovat arviomme mukaan huomattavan kestäviä kilpailuetuja ja syitä yhtiön sektoria vahvempaan suoritustasoon. Lisäksi Goforen malli mahdollistaa jatkuvan muutoksen hallinnan, kun teknologiat ja työntekijöiden

osaamistarpeet muuttuvat kiihtyvään tahtiin.

Mahdollisuudet

- Iossa kuvassa Goforen tähän mennessä saavuttaman menestyksen monistaminen edelleen laajemmille markkinoille yksityiselle sektorille sekä kansainvälisesti on kiinnostavin mahdollisuus osakkeessa.
- Goforen markkinanäkymät ovat vahvat ja yhtiöllä on tällä hetkellä selkeä kilpailuetu rekrytoinneissa, mikä mahdollistaa muita nopeamman kasvun.

Heikkoudet

- Goforen kannattavuus on jo lähellä täyttä potentiaalia, minkä takia arvonluonnin tulee tapahtua liikevaihdon kasvun tai yrityskauppojen kautta.
- Yhtiön liiketoimintamalli ei tarjoa olennaista jatkuvuutta ja pysyvyyttä heikentyvän kysynnän tilanteessa.
- IT-markkinan osaajapula.

Riskit

- Yhtiön kyky säilyttää sen yrityskulttuuri ja hallita kasvua on keskeisin riskitekijä.
- Työntekijöiden vaihtuvuuden kasvu ja palkkainflaatio rasittaa marginaaleja.
- Kansainvälistymisen ja yrityskauppojen onnistumiset nostavat riskitasoa.
- Yhtiö on melko riippuvainen suurimmista asiakkaistaan sekä Suomen julkishallinnosta.
- Geopoliittinen tilanne nostaa riskitasoa

Sijoitusprofiili

1.

Toimii kasvavilla palvelualueilla

2.

Kyky kasvaa ja uudistua jatkuvasti markkinan mukana

3.

Erottuva tulokulma markkinaan

4.

Vahva kasvu ja kannattavuus

5.

Kevyt pääoman tarve ja hyvä kassavirta

Potentiaali



- Menestyvän toimintamallin monistaminen yksityiselle sektorille ja kansainvälisesti
- Markkinanäkymät Goforen palvelualueilla vahvoja
- Vahva työntajakuva mahdollistaa markkinoita vahvemman orgaanisen kasvun
- Oma toiminnanohjausjärjestelmä tukee johtamista ja tuo kilpailuetua
- Vahva tase mahdollistaa yrityskaupat

Riskit



- Kyky hallita kasvua
- Markkinatilanteen kääntyminen
- Kulttuurin ja työnantajaimagon säilyttäminen
- Työntekijöiden vaihtuvuus ja palkkainflaatio
- Julkisen sektorin ja muutamien asiakkaiden voimakas painotus
- Yrityskaupat ja kansainvälistyminen
- Geopoliittinen tilanne nostaa riskitasoa

Arvonmääritys 1/4

Sijoitusnäkemys - vahva orgaaninen ja epäorgaaninen tuloskasvu osakkeen ajureina

Gofore on kasvulla ja kannattavuudella mitattuna selkeästi sektorin parhaimmistoa. Yhtiön kasvu perustuu omiin rekrytointeihin, alihankintaan ja onnistuneisiin yritysostoihin. Arviomme mukaan Goforen osakkeen arvonmuodostus tulee pääasiassa perustumaan orgaanisen- ja epäorgaanisen liikevaihdon kasvuun tuomaan tuloskasvuun. Orgaanisen kasvun kannalta yhtiön on onnistuttava pitämään työnantajaimagonsa vahvana, jotta yhtiö on myös jatkossa yksi voittajista rekrytointimarkkinalla. Goforen liikevaihdosta verrattain suuri osa tulee neuvonantopalveluista, mikä erottaa yhtiön profiilia muihin puhtaampiin ohjelmistokehitystaloihin. Yhtiö on viimeisen viiden vuoden aikana tehnyt seitsemän yritysostoa, mitkä ovat isossa kuvassa olleet onnistuneita. Yhtiön tase on Devecto-kaupan jälkeen edelleen hyvin vahva (2022e: omavaraisuusaste 61 % ja iso 31 MEUR:n nettokassa). Yhtiön taloudelliset tavoitteet indikoivat yhtiön jatkavan edelleen aktiivista konsolidaatiota.

Näkemyksemme mukaan Goforen arvostusta tukevat seuraavat tekijät:

- Markkinan vahvat kysyntäfundamentit Goforen osaamisalueilla sekä Goforen nykyinen suhteellinen kilpailuetu sektorin osaajakilpailussa.
- Yhtiön profiloituminen digitaalisen muutoksen

IT-taloksi ja yhtiön osaamisalueiden (kuten neuvonantopalvelu, palvelumuotoilu) tuoma arvoketjuasema, mikä erottaa Goforea useista verrokeista.

- Yhtiön historiallinen jatkuva sektoria vahvempi kasvu ja kannattavuus ilman suurempia kuoppia lisää luottamusta hyvän suorittamisen jatkumiseen.
- Yhtiö on tehnyt onnistuneesti yritysjärjestelyjä tukeakseen kasvua. Lisäksi oma ja sektoria selvästi (joskin mielestämme perustellusti) korkeampi arvostustaso mahdollistaa suhteellisesti paremmin arvonluonnin.
- Matala itseohjautuva organisaatorakenne, oma tehokas toiminnanohjausjärjestelmä ja vakaa avainasiakasportfolio.
- Poikkeuksellisen suuri henkilöstöomistus kannustimena henkilöstölle ja riskin madaltajana sijoittajalle.
- Matalariskinen liiketoimintamalli, jossa yhtiö ei kanna asiakasriskejä (tuntilaskutus).
- Vahva asema defensiivisellä julkisella sektorilla ja profiloituminen julkishallinnon IT:n uudistajaksi. Julkisen puolen pitkät sopimukset tuovat ennustettavuutta rekrytointitarpeeseen ja jatkuvuutta liiketoimintaan.
- Yhtiön lupaus läpinäkyvästä, jatkuvasta ja avoimesta raportoinnista ja viestinnästä sijoittajille (mm. liikevaihdon kuukausiraportointi).

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

- Goforen projektiluonteisen liiketoimintamallin jatkuvuus on heikko.
- Yhtiö on edelleen kohtalaisen riippuvainen suurimmista asiakkaistaan (viisi suurinta 37 % liikevaihdosta).
- Henkilöstön ja vahvan työntekijäimagon säilyttäminen, rekrytointinopeus ja palkkainflaatio.
- Kuumen osaajamarkkinan varjopuolien voimistuminen eli palkkainflaatio ja korkea vaihtuvuus.
- Yrityskauppojen integraatioon ja kansainvälistymiseen liittyvät riskit, jotka realisoituivat osittain Solinor-kaupassa vaihtuvuuden myötä ja Ison-Britannian liiketoiminnassa heikkona kehityksenä.
- Yhtiön liiketoimintamallin skaalautuvuus on rajallinen, mikä rajoittaa osakkeen hyväksyttävää suhteellista arvostusta.
- Yhtiön tuloskasvu ja arvonluonti nojaavat liikevaihdon kasvuun tai yrityskauppoihin, sillä kannattavuus on jo vahvaa.

Arvonmääritys 2/4

Vertailuryhmä

Käytämme Goforen vertailuryhmänä Suomessa ja Pohjoismaissa listattuja IT-palveluyhtiöitä. Sijoitusprofiililtaan yhtiölle lähimpiä verrokkeja Suomessa ovat Siili ja Vincit. Erottavat tekijät edellä mainittuihin liittyvät näkemyksemme mukaan palvelualueisiin, kuten neuvonantopalveluihin, asiakaskuntaan ja sen kokoluokkaan sekä liiketoiminta- ja toimitusmalleihin. Näillä kaikilla myös lähestymistapa markkinaan on erilainen. Erottavia ominaisuuksia olemme listanneet sivulla 30.

Näkemyksemme mukaan yhtiön vertaaminen kansainvälisiin digiaikakauden verrokkeihin ei tällä hetkellä ole perusteltua johtuen Goforen vielä suhteellisesti pienestä kansainvälisestä liiketoiminnasta. Olemme kuitenkin lisänneet kyseisiä verrokkeja taulukkoon ja kansainvälisen liiketoiminnan kasvaessa, tulee vertailusta ajankohtaisempaa.

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

Yleisesti pidämme IT-palveluyhtiöitä edelleen houkuttelevana sektorina omistaa johtuen alan vahvoista kysyntäfundamenteista lyhyellä ja pitkällä aikavälillä. Yhtiöiden välisten erojen hajontaa on edelleen johtuen muun muassa erilaisista strategioista ja niiden implementointien eri vaiheista. Hajonta on kuitenkin kaventunut, kun

aikaisemmin murrosvaiheessa olleet yhtiöt (Solteq, Innofactor ja Digia) ovat onnistuneet transformaatioissaan. Lisäksi tämä kuvastaa osittain sitä, että IT-markkinan kysyntä on nyt parempaa läpi sektorin.

Sektorilla suosimme yleisesti oikaistuja EV/EBIT-kertoimia hyvästä vertailukelpoisuudesta ja vahvoista taseita johtuen. Olemme oikaisseet liikevoitossa liikearvo- ja PPA-poistot. EV/EBITDA-kertoimen vertailukelpoisuutta verrokkien kesken vaikeuttaa juuri edellä mainitut liikearvo- ja PPA-poistot sekä muut IFRS- ja FAS-kirjanpitosääntöjen erot ja tästä johtuen kyseisen kertoimen informaatioarvo voi jäädä heikoksi. Kuuman yritysjärjestelymarkkinan myötä vahvojen taseiden saaminen tuottavaan työhön on kuitenkin muuttunut haastavammaksi. Näin ollen otamme arvostuskertoimissa nyt P/E-luvun vahvemmin EV/EBIT-kertoimen rinnalle.

Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	EV/EBIT		P/E	
	2022e	2023e	2022e	2023e
Bilot*	14,0	8,3	19,2	12,7
Digia*	11,6	10,2	13,8	12,8
Loihde*	12,6	9,6	21,7	19,2
Innofactor*	8,9	7,5	12,0	10,2
Nixu*	82,5	18,7	339,9	24,3
Siili*	9,8	8,6	11,9	10,8
Solteq*	11,0	8,1	14,3	10,0
Tietoevry*	8,7	7,9	10,2	9,2
Vincit*	7,7	6,2	11,6	9,7
Netum*	11,6	10,2	14,9	13,6
KnowIT	18,4	15,6	21,4	18,4
Enea	15,0	12,2	18,3	14,8
Bouvet	18,4	16,2	24,9	21,7
Netcompany	23,1	19,0	27,0	22,0
Epam	22,1	16,1	33,4	23,4
Endava	42,5	34,8	53,0	43,7
Kainos	28,2	25,5	35,5	32,7
Globant	39,6	31,7	54,9	43,6
Gofore (Inderes)	15,2	13,4	20,2	18,5
Keskiarvo (kaikki)	21,4	14,8	41,0	19,6
Mediaani (kaikki)	14,5	11,2	20,3	16,6
<i>Erotus-% vrt. mediaani (kaikki)</i>	5 %	20 %	0 %	11 %
Mediaani (Suomalaiset)	11,3	8,4	14,1	11,7
<i>Erotus-% vrt. mediaani (Suomalaiset)</i>	35 %	59 %	44 %	58 %

Arvonmääritys 3/4

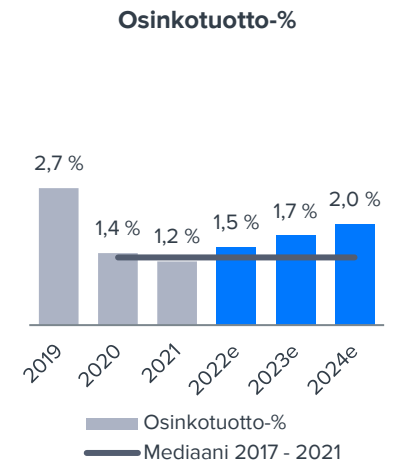
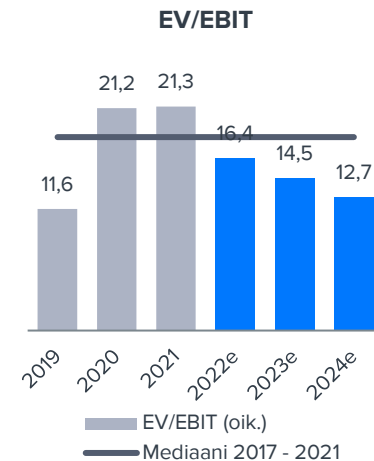
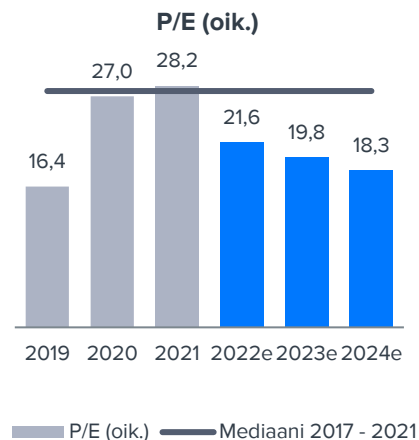
Arvostuskertoimiin pohjautuva arvostus

Goforea voi tällä hetkellä seurata hyvin kaikkien tuloskasvumittareiden kautta. Yhtiön vahvan taseen myötä suosimme EV/EBIT-kerrointa, mutta myös P/E-kerroin on hyvä tarkistuspiste erityisesti kuumassa markkinatilanteessa, jossa yritysjärjestelyiden toteuttaminen on haastavampaa. Vertailukelpoisuuden näkökulmasta oikaisemme tuloksesta liikearvopoistot (EBITA).

Goforen vahvan tekemisen mukana arvostuskertoimet ovat olleet edelliset pari vuotta hyvin korkealla (EV/EBIT >20x). Kuluva vuoden kurssilaskun ja ennusteiden nousun myötä arvostustaso on kuitenkin laskenut. EV/EBIT- ja P/E-kerroin vuodelle 2022 on 15x ja 20x. Vuoden 2023e vastaavat kertoimet ovat 13x ja 18x. Absoluuttisesti vuoden 2022 kertoimet ovat nyt neutraalit ja vuoden 2023 kertoimet jo varovaisen houkuttelevat. Vastaavat vuosien 2022-23 kertoimet ovat ~40 % ja ~60 yli suomalaisten listattujen verrokkien, mikä on haastava taso, mutta kun huomioidaan sektorin yleisesti matala arvostustaso ei suhteellinen arvostus ole ylitsepääsemätön.

Arvostustaso	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e	2025e
Osakekurssi	7,50	17,2	22,6	21,5	21,5	21,5	21,5
Osakemäärä, milj. kpl	13,6	14,0	15,1	15,4	15,4	15,4	15,4
Markkina-arvo	105	241	341	330	330	330	330
Yritysarvo (EV)	89	228	313	299	289	274	260
P/E (oik.)	16,4	27,0	28,2	20,2	18,5	17,1	16,4
P/E	20,0	34,9	37,5	25,9	22,7	20,4	19,1
P/Kassavirta	>100	>100	>100	>100	20,8	16,1	15,6
P/B	3,2	6,7	5,6	4,4	3,9	3,5	3,1
P/S	1,6	3,1	3,3	2,4	2,2	2,0	1,9
EV/Liikevaihto	1,4	2,9	3,0	2,2	1,9	1,7	1,5
EV/EBITDA (oik.)	9,7	18,5	18,3	13,6	11,9	10,5	9,5
EV/EBIT (oik.)	11,6	21,2	21,3	15,2	13,4	11,7	10,6
Osinko/tulos (%)	55,0 %	48,8 %	46,5 %	42,2 %	42,3 %	42,7 %	44,4 %
Osinkotuotto-%	2,7 %	1,4 %	1,2 %	1,6 %	1,9 %	2,1 %	2,3 %

Lähde: Inderes



Arvonmääritys 4/4

DCF-analyysi

DCF-mallimme velaton arvo (EV) Goforelle on 341 miljoona euroa, mikä vastaa 24,1 euron osakekohtaista arvoa. Mallissa oletamme yhtiön orgaanisen kasvun laskevan 20 %:sta vuonna 2022 asteittain 8 %:iin vuonna 2024 ja oikaistun liikevoitto-%:n (EBITA-%) nousevan vajaa 15 %:iin samalla jaksolla. Tämän jälkeen ennakoimme yhtiön kasvun laskevan edelleen ja tasaantuvan 4 %:n tuntumaan (terminaalissa 3 %) ja liikevoitto-%:n laskevan 12 %:iin. Terminaalijakson painoarvo mallissamme on 65 %. Käyttämämme diskonttaus korko (WACC) on 7,8 % (9/2020: 7,0 %).

Osakkeen tuotto-odotuksen komponentit

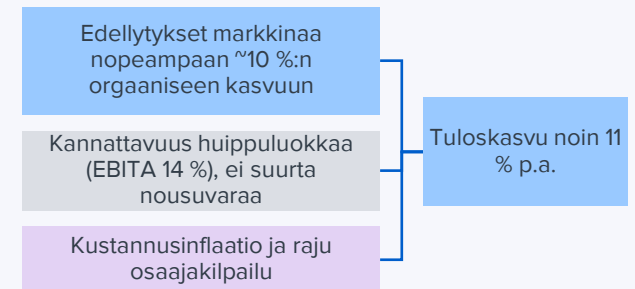
Tarkastelemme Goforen osakkeen tuotto-odotusta tuloskasvun, osinkotuoton ja hyväksytyin arvostuskertoimen näkökulmasta. Arviomme mukaan yhtiöllä on lähivuosina edellytykset noin 11 %:n vuotuisen tuloskasvuun (vuoden 2022e tasoon nähden) pääosin liikevaihdon kasvun vetämänä. Varovaisilla ja ohjeistuksen (vähintään 40 % tuloksesta) alalaidalla olevilla osinkoennusteillamme osinkotuotto on 2 %:n tasolla. Yhtiön vahva rahavirta antaa hyvät edellytykset suhteellisen korkeaan voitonjakoon, mutta arvioimme yhtiön edelleen pyrkivän myös epäorgaaniseen kasvuun ja tästä johtuen osinkoennusteemme ovat matalat. Kurssilaskun ja nousseiden ennusteiden myötä osakkeen arvostustaso on nyt neutraali. Näin ollen odottamastamme tuloskasvusta ja osingosta muodostuva vuotuinen tuotto-odotus on noin 13 %. Tämä on soveltamaamme oman pääoman

tuottovaadetta korkeampi taso puoltaen positiivista näkemystä.

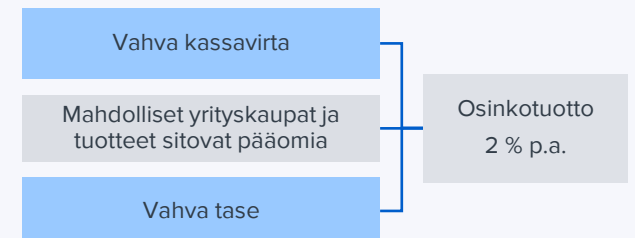
Osaketuoton ajurit 2022-2024

■ Positiivinen ■ Neutraali ■ Negatiivinen

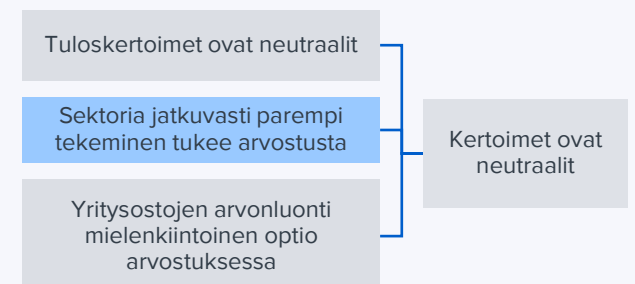
Tuloskehitys



Osinkotuotto



Arvostuskertoimet



Osakkeen kokonaistuotto-odotus on tuottovaadetta korkeampi

Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Osakekurssi	Markkina-arvo MEUR	Yritysarvo MEUR	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%	
				2022e	2023e	2022e	2023e	2022e	2023e	2022e	2023e	2022e	2023e
Bilot*	4,90	28	22	14,0	8,3	12,8	7,8	0,7	0,6	19,2	12,7	2,0	2,7
Digia*	7,60	203	209	11,6	10,2	9,5	8,4	1,3	1,1	13,8	12,8	2,6	3,0
Loihde*	15,55	93	55	12,6	9,6	5,4	7,0	0,5	0,4	21,7	19,2	1,3	1,5
Innofactor*	1,28	47	48	8,9	7,5	6,0	5,0	0,7	0,6	12,0	10,2	4,7	5,5
Nixu*	5,96	44	48	82,5	18,7	23,2	12,2	0,9	0,8	339,9	24,3		
Siili*	13,22	93	107	9,8	8,6	7,8	7,0	1,0	0,9	11,9	10,8	3,0	3,8
Solteq*	3,45	67	85	11,0	8,1	6,4	5,2	1,1	0,9	14,3	10,0	4,3	5,2
Tietoevry*	24,62	2916	3397	8,7	7,9	7,3	6,5	1,2	1,1	10,2	9,2	5,7	6,1
Vincit*	5,94	73	62	7,7	6,2	7,2	5,8	0,9	0,8	11,6	9,7	3,7	4,0
Netum*	4,21	49	48	11,6	10,2	11,0	9,8	1,7	1,5	14,9	13,6	2,9	3,1
KnowIT	303,00	822	827	18,4	15,6	11,5	10,3	1,4	1,3	21,4	18,4	2,3	2,5
Enea	182,20	387	442	15,0	12,2	9,9	8,7	4,1	3,8	18,3	14,8		
Bouvet	70,20	750	723	18,4	16,2	15,5	13,8	2,2	2,0	24,9	21,7	3,4	4,0
Netcompany	436,80	2966	3248	23,1	19,0	19,3	16,6	4,3	3,7	27,0	22,0	0,8	1,2
Epam	288,08	15850	14586	22,1	16,1	19,9	14,7	3,4	2,7	33,4	23,4		
Endava	131,98	6599	6529	42,5	34,8	32,4	26,2	8,5	6,8	53,0	43,7		
Kainos	1375,00	2051	1949	28,2	25,5	26,5	23,9	5,5	4,9	35,5	32,7	1,6	1,7
Globant	266,52	10284	9999	39,6	31,7	30,9	24,4	6,2	5,0	54,9	43,6		
Gofore (Inderes)	21,50	330	299	15,2	13,4	13,6	11,9	2,2	1,9	20,2	18,5	1,6	1,9
Keskiarvo (kaikki)				21,4	14,8	14,6	11,9	2,5	2,2	41,0	19,6	3,0	3,4
Mediaani (kaikki)				14,5	11,2	11,2	9,3	1,3	1,2	20,3	16,6	2,9	3,1
<i>Erotus-% vrt. mediaani (kaikki)</i>				5 %	20 %	21 %	28 %	62 %	56 %	0 %	11 %	-43 %	-40 %
Mediaani (Suomalaiset)				11,3	8,4	7,5	7,0	0,9	0,8	14,1	11,7	3,0	3,8
<i>Erotus-% vrt. mediaani (Suomalaiset)</i>				35 %	59 %	81 %	69 %	135 %	136 %	44 %	58 %	-46 %	-51 %

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

Tase

Vastaavaa	2020*	2021	2022e	2023e	2024e
Pysyvät vastaavat	41,9	43,0	60,6	61,0	58,5
Liikearvo	23,3	26,9	40,4	43,6	43,6
Aineettomat hyödykkeet	10,5	11,3	14,9	11,9	9,1
Käyttöomaisuus	7,3	4,8	5,3	5,5	5,8
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut sijoitukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset varat	0,8	0,0	0,0	0,0	0,0
Laskennalliset verosaamiset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Vaihtuvat vastaavat	36,5	58,9	64,0	69,3	86,4
Vaihto-omaisuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut lyhytaikaiset varat	2,9	3,1	3,1	3,1	3,1
Myyntisaamiset	11,7	16,1	20,5	22,4	24,2
Likvidit varat	21,9	39,7	40,4	43,9	59,1
Taseen loppusumma	78,4	102	125	130	145

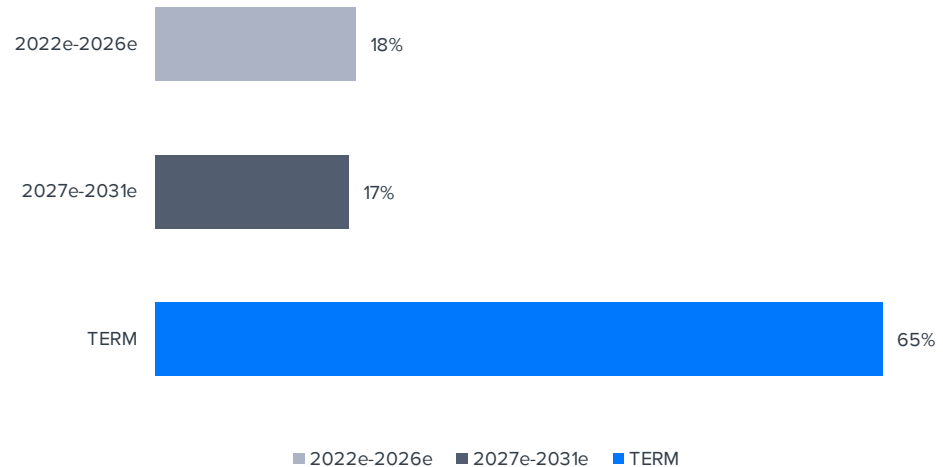
Lähde: Inderes *oikaistu IFRS-kirjanpitoon

Vastattavaa	2020*	2021	2022e	2023e	2024e
Oma pääoma	36,1	61,3	75,8	85,0	95,1
Osakepääoma	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Kertyneet voittovarot	15,5	20,8	29,4	38,5	48,6
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	20,5	40,1	46,4	46,4	46,4
Vähemmistöosuus	0,0	0,3	0,0	0,0	0,0
Pitkäaikaiset velat	15,0	12,7	6,0	2,0	3,0
Laskennalliset verovelat	2,2	2,6	0,0	0,0	0,0
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lainat rahoituslaitoksilta	7,5	7,5	6,0	2,0	3,0
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	5,3	2,6	0,0	0,0	0,0
Lyhytaikaiset velat	27,3	27,9	42,7	43,3	46,8
Lainat rahoituslaitoksilta	2,0	2,6	3,0	0,0	0,0
Lyhytaikaiset korottomat velat	22,9	23,4	39,7	43,3	46,8
Muut lyhytaikaiset velat	2,4	1,8	0,0	0,0	0,0
Taseen loppusumma	78,4	102	125	130	145

DCF-laskelma

DCF-laskelma	2021	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	TERM
Liikevoitto	12,2	16,0	18,2	20,3	21,7	21,9	22,8	23,7	24,7	25,7	26,4	
+ Kokonaispoistot	4,9	5,9	6,1	5,9	5,6	5,3	4,8	4,8	3,0	3,3	3,4	
- Maksetut verot	-1,9	-5,8	-3,6	-4,1	-4,3	-4,4	-4,5	-4,7	-4,9	-5,1	-5,3	
- verot rahoituskuluista	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
+ verot rahoitustuotoista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Käyttöpääoman muutos	-4,7	10,0	1,7	1,7	1,6	1,4	1,0	1,1	1,1	1,2	0,9	
Operatiivinen kassavirta	10,3	26,2	22,4	23,8	24,6	24,3	24,1	24,9	23,9	25,0	25,5	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	-2,6	-2,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoninvestoinnit	-6,0	-23,5	-6,5	-3,4	-3,4	-3,5	-3,5	-3,6	-3,7	-3,7	-4,0	
Vapaa operatiivinen kassavirta	1,7	0,0	15,9	20,5	21,1	20,8	20,5	21,2	20,2	21,2	21,5	
+/- 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	1,7	0,0	15,9	20,5	21,1	20,8	20,5	21,2	20,2	21,2	21,5	461
Diskontattu vapaa kassavirta		0,0	13,9	16,6	15,9	14,6	13,3	12,8	11,3	11,0	10,3	222
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		341	341	327	311	295	280	267	254	243	232	222
Velaton arvo DCF		341										
- Korolliset velat		-10,1										
+ Rahavarat		39,7										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		0,0										
Oman pääoman arvo DCF		371										
Oman pääoman arvo DCF per osake		24,1										

Rahavirran jakauma jaksoittain



Pääoman kustannus (wacc)

Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	20,0 %
Vieraan pääoman kustannus	5,0 %
Yrityksen Beta	1,25
Markkinoiden riski-preemio	4,75 %
Likviditeettipreemio	0,80 %
Riskitön korko	2,0 %
Oman pääoman kustannus	8,7 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	7,8 %

Yhteenveto

Tuloslaskelma	2019	2020	2021	2022e	2023e	Osakekohtaiset luvut	2019	2020	2021	2022e	2023e
Liikevaihto	64,1	78,0	104,5	137,0	149,3	EPS (raportoitu)	0,38	0,49	0,60	0,83	0,95
Käyttökate	9,2	12,3	17,1	21,9	24,3	EPS (oikaistu)	0,46	0,64	0,80	1,06	1,16
Liikevoitto	6,6	8,8	12,2	16,0	18,2	Operat. kassavirta / osake	1,25	1,27	0,69	1,70	1,46
Voitto ennen veroja	6,5	8,6	11,3	15,9	18,2	Vapaa kassavirta / osake	0,05	0,01	0,12	0,00	1,03
Nettovoitto	5,1	6,9	9,1	12,8	14,5	Omapääoma / osake	2,39	2,57	4,05	4,93	5,53
Kertaluontoiset erät	-1,1	-2,0	-2,4	-3,6	-3,3	Osinko / osake	0,20	0,24	0,28	0,35	0,40
Tase	2019	2020	2021	2022e	2023e	Kasvu ja kannattavuus	2019	2020	2021	2022e	2023e
Taseen loppusumma	57,5	78,4	101,9	124,6	130,3	Liikevaihdon kasvu-%	27 %	22 %	34 %	31 %	9 %
Oma pääoma	32,4	36,1	61,3	75,8	85,0	Käyttökateen kasvu-%	33 %	33 %	38 %	29 %	11 %
Liikearvo	16,2	23,3	26,9	40,4	43,6	Liikevoiton oik. kasvu-%	14 %	40 %	36 %	34 %	9 %
Nettovelat	-15,6	-12,4	-29,6	-31,4	-41,9	EPS oik. kasvu-%	9 %	39 %	26 %	33 %	9 %
Kassavirta	2019	2020	2021	2022e	2023e	Käyttökate-%	14,4 %	15,8 %	16,3 %	16,0 %	16,3 %
Käyttökate	9,2	12,3	17,1	21,9	24,3	Oik. Liikevoitto-%	12,1 %	13,8 %	14,0 %	14,3 %	14,4 %
Nettokäyttöpääoman muutos	8,3	6,0	-4,7	10,0	1,7	Liikevoitto-%	10,3 %	11,2 %	11,7 %	11,7 %	12,2 %
Operatiivinen kassavirta	17,0	17,9	10,3	26,2	22,4	ROE-%	18,7 %	20,2 %	18,7 %	18,6 %	18,1 %
Investoinnit	-19,3	-19,5	-6,0	-23,5	-6,5	ROI-%	20,5 %	20,7 %	20,9 %	20,5 %	21,2 %
Vapaa kassavirta	0,6	0,2	1,7	0,0	15,9	Omavaraisuusaste	58,1 %	46,0 %	60,2 %	60,9 %	65,2 %
						Nettovelkaantumisaste	-48,2 %	-34,5 %	-48,3 %	-41,4 %	-49,2 %
Arvostuskertoimet	2019	2020	2021	2022e	2023e						
EV/Liikevaihto	1,4	2,9	3,0	2,2	1,9						
EV/EBITDA (oik.)	9,7	18,5	18,3	13,6	11,9						
EV/EBIT (oik.)	11,6	21,2	21,3	15,2	13,4						
P/E (oik.)	16,4	27,0	28,2	20,2	18,5						
P/B	3,2	6,7	5,6	4,4	3,9						
Osinkotuotto-%	2,7 %	1,4 %	1,2 %	1,6 %	1,9 %						

Lähde: Inderes

Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

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

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

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

Inderes antaa seuraamilleen osakkeille tavoitehinnan. Inderesin käyttämä suositusmetodologia perustuu osakkeen 12 kuukauden kokonaistuotto-odotukseen (sis. kurssinousu ja osingot) ja huomioi Inderesin näkemyksen tuotto-odotukseen liittyvästä riskistä. Suosituspolitiikka on neliportainen suosituksiin myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään 2-4 kertaa vuodessa yhtiöiden osavuosikatsausten yhteydessä, mutta suosituksia ja tavoitehintoja voidaan muuttaa myös muina aikoina markkinatilanteen mukaisesti. Annetut suositukset tai tavoitehinnat eivät takaa, että osakkeen kurssi kehittyisi tehdyn arvon mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonmääritysmenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi. Käytettävät arvonmääritysmenetelmät ja tavoitehinnan perusteet ovat aina yhtiökohtaisia ja voivat vaihdella merkittävästi riippuen yhtiöstä ja (tai) toimialasta.

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

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

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

Inderesin tutkimusta laatineilla analyytikoilla tai Inderesin työntekijöillä ei voi olla 1) merkittävän taloudellisen edun ylittäviä omistuksia tai 2) yli 1 %:n omistusosuuksia missään tutkimuksen kohteena olevissa yhtiöissä. Inderes Oyj voi omistaa seuraamiensa kohdeyhtiöiden osakkeita ainoastaan siltä osin, kuin yhtiön oikeaa rahaa sijoitavassa mallisalkussa on esitetty. Kaikki Inderes Oyj:n omistukset esitetään yksilöitynä mallisalkussa. Inderes Oyj:llä ei ole muita omistuksia analyysin kohdeyhtiöissä. Analyysin laatinen analyytikon palkitseminen ei ole suoralla tai epäsuoralla tavalla sidottu annettuun suositukseen tai näkemykseen. Inderes Oyj:llä ei ole investointipankkiliketoimintaa.

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

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.

Suosituksien historia (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
11.4.2019	Lisää	9,00 €	8,02 €
24.4.2019	Lisää	9,00 €	8,40 €
10.7.2019	Vähennä	9,00 €	9,00 €
15.8.2019	Lisää	8,70 €	7,72 €
14.10.2019	Vähennä	7,80 €	7,72 €
20.2.2020	Lisää	8,50 €	7,66 €
14.4.2020	Lisää	8,00 €	7,04 €
8.6.2020	Lisää	9,00 €	8,36 €
17.8.2020	Osta	10,00 €	8,48 €
4.9.2020	Osta	11,00 €	9,12 €
14.10.2020	Lisää	13,50 €	12,40 €
23.11.2020	Lisää	14,50 €	13,75 €
23.11.2020	Vähennä	14,50 €	17,40 €
15.1.2021	Vähennä	15,50 €	19,10 €
4.3.2021	Lisää	19,00 €	17,70 €
8.3.2021	Lisää	20,00 €	18,55 €
20.4.2021	Vähennä	19,00 €	22,60 €
16.8.2021	Vähennä	18,00 €	20,60 €
15.10.2021	Vähennä	20,00 €	22,90 €
23.2.2022	Vähennä	21,00 €	22,60 €
1.3.2022	Vähennä	23,00 €	24,60 €
25.3.2022	Lisää	23,00 €	21,50 €

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

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

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

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

Inderes Oy

Itämerentori 2
00180 Helsinki
+358 10 219 4690

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



STARMINE
ANALYST AWARDS
FROM REFINITIV



THOMSON REUTERS
ANALYST AWARDS



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



Mikael Rautanen
2014, 2016, 2017, 2019



Sauli Vilén
2012, 2016, 2018, 2019, 2020



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



Petri Kajaani
2017, 2019, 2020



Joni Grönqvist
2019, 2020



Erkki Vesola
2018, 2020



Petri Gostowski
2020



Atte Riikola
2020



Olli Koponen
2020

**Analyysi kuuluu
kaikille.**