

Gofore

Laaja raportti

9/2020

Kasvu, kannattavuus ja uudistumiskyky vakuuttavat

Toistamme Goforen ostaa-suosituksen ja nostamme tavoitehinnan 11,0 euroon (aik. 10,0) heijastellen ennustemuutoksia ja osakkeen houkuttelevaa arvostusta. Gofore on rakentanut menestyvän IT-konsulttiliiketoiminnan, joka rakentuu teknologian aiheuttaman asiakasyritysten kiihtyvän toimintaympäristön muutoksen ympärille. Yhtiön näytöt sen kyvystä kasvaa, uudistua jatkuvasti markkinan mukana sekä ylläpitää vahvaa kannattavuutta ovat olleet vakuuttavia läpi historian. Arvioimme Goforen jatkavan uudistumistaan sekä sektoria vahvempaa kannattavaa kasvua tulevina vuosina, vaikka koronapandemia hidastaa arviolta kasvuvauhtia.

Gofore erottuu digitransformaation neuvonantajana

Gofore on digitalisaation asiantuntijayritys, joka tarjoaa asiantuntijapalveluita liittyen neuvonantoon, palvelumuotoiluun, digitaalisten palveluiden rakentamiseen, pilvisiirtymään sekä Qentinel-yritysoston myötä nyt myös ohjelmistotestaukseen. 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 osajakilpailussa sekä kyennyt uudistumaan IT-markkinan nopeassa muutoksessa, mikä on edellytys hyvän kasvun jatkumiselle. Yhtiön selkeä vahvuus on Suomessa julkisen sektorin asiakkaissa. Tämän toimivan reseptin monistaminen yritysmarkkinaan ja myöhemmin kansainvälisesti on keskeinen edellytys pitkän aikavälin kasvuille.

Kilpailuetu organisaatio- ja johtamismallissa sekä kulttuurissa

Näkemyksemme mukaan Gofore on onnistunut luomaan tehokkaan ja muuttuvaan toimintaympäristöön ketterästi sopeutuvan johtamis- ja organisaatiomallin sekä kulttuurin, mitä yhtiön itse kehittämä toiminnanohjausjärjestelmä Hohto++ tukee. Nämä ovat isossa kuvassa konsulttiyhtiölle ratkaisevia kilpailuetuja, ja niiden toimivuutta todistaa yhtiön historiallinen menestys. Gofore toimittaa kokoonsa nähden suuria hankekokonaisuuksia ja yhtiön palvelualueet iskevät selvästi IT-palvelumarkkinan kasvaville alueille. Suurin kysymys Goforella on edelleen yhtiön kyky monistaa nyt saavutettua menestystä ja organisaatiomallia laajemmille markkinoille yritysasiakkaisiin ja kansainvälisesti, mistä yhtiöllä on tähän mennessä rajallisesti osaamista ja näyttöjä.

Kannattavaa kasvua myös epävarmuudessa

Lyhyellä tähtäimellä korona ei juurikaan ole hidastanut Goforen tai IT-palvelusektorin vauhtia. Gofore on kasvanut orgaanisesti vahvasti kuluvan vuoden aikana ja onnistunut rekrytoinneissa. Tämä yhdessä Qentinel-yrityskaupan kanssa tukee kasvua seuraavan vuoden aikana, vaikka markkinan vahva kysyntävaihe rauhoittuu koronan myötä. Pitkällä aikavälillä asiakasorganisaatioiden paine digitalisoida toimintojaan sekä johtaa digitaalista muutosta pitää markkinan kysyntäkuvan Goforelle suotuisana. Ennustamme yhtiön kasvavan tavoitteiden mukaisesti IT-palvelumarkkinaa nopeammin lähivuosina (orgaanisesti >7 %) ja EBITA-%:n olevan noin 14 % eli lähes tavoitellulla 15 %:n tasolla.

Arvostus on hyvin houkutteleva useammasta näkökulmasta katsottuna

Goforen kautta sijoittaja pääsee kiinni digitalisaatiomurrokseen vakaata kannattavuutta ja kassavirtaa tekevän palveluliiketoiminnan maltillisemmalla riskiprofiililla sekä ilman teknologiariskejä. Ennusteillamme vuoden 2021e osakkeen EV/EBIT- ja P/E- kertoimet ovat 9x ja 13x ja vajaa 30 % alle verrokkien tason, mikä on houkutteleva huomioiden yhtiön laatu, vahva taloudellinen asema sekä sektoria parempi tuloskasvunäkymä.

Analytiikot



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



Mikael Rautanen
+358 50 3460 321
mikael.rautanen@inderes.fi

Suositus ja tavoitehinta

Osta

(aik. Osta)



11,00 EUR

(aik. 10,00 EUR)

Osakekurssi: 9,12 EUR

Potentiaali: 20,6 %

Ohjeistus

(Ennallaan)

Gofore arvioi, että tilikauden 2020 liikevaihto on 70-76 MEUR (2019: 64,1 MEUR), ja että oikaistu EBITA vuonna 2020 kasvaa verrattuna vuoteen 2019 (8,0 MEUR).

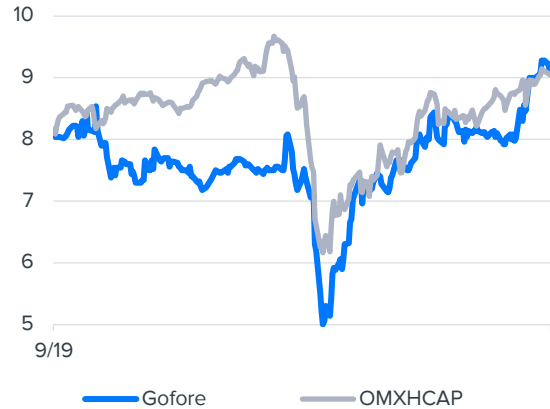
Avainluvut

	2019	2020e	2021e	2022e
Liikevaihto	64	75	88	94
kasvu-%	27 %	17 %	17 %	7 %
EBIT oik.	8,0	11,0	12,1	13,3
EBIT-% oik.	12,5 %	14,6 %	13,7 %	14,2 %
Nettotulos	4,4	5,9	7,5	8,6
EPS (oik.)	0,47	0,63	0,71	0,79

P/E (oik.)	16,0	14,4	12,8	11,5
P/B	3,3	3,7	3,3	3,0
Osinkotuotto-%	2,7 %	2,7 %	3,0 %	3,3 %
EV/EBIT (oik.)	11,2	10,3	9,0	7,6
EV/EBITDA	10,9	10,9	8,8	7,5
EV/Liikevaihto	1,4	1,5	1,2	1,1

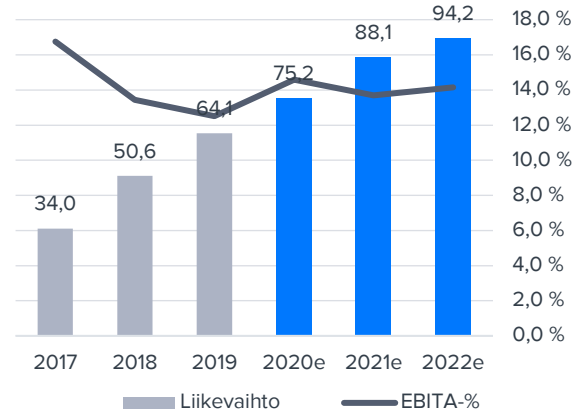
Lähde: Inderes

Osakekurssi



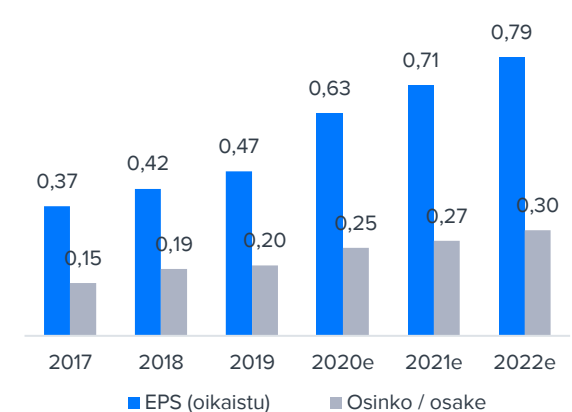
Lähde: Thomson Reuters

Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes

MCAP
128
MEUR

EV
113
MEUR

EV/EBIT
10,3
2020e

P/E (oik.)
14,4
2020e

Arvoajurit

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

Riskitekijät

- Kyky hallita kasvua
- Riippuvuus suurista asiakkaista ja Suomen julkishallinnon sektorista
- Markkinatilanteen kääntyminen
- Kulttuurin ja työnantajaimagon säilyttäminen
- Yrityskaupat ja kansainvälistyminen
- Koronapandemian vaikutukset voivat vaikuttaa ennustettua voimakkaammin asiakaskysyntään

Arvostus

- Liikevaihdon kasvu ja yrityskaupat tärkeimpiä arvoajureita
- Vahvan tuloskasvun myötä hyväksymme sektoria korkeamman arvostuksen
- Yhtiöllä on vahva nettokassapositio ja suhteellisessa arvostuksessa suosimme tämän takia EV-pohjaisia kertoimia
- Yhtiön arvostus on useasta näkökulmasta houkutteleva

Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	6-9
Sijoitusprofiili	10-12
IT-palvelumarkkinat	13-19
Kilpailu	20-24
Strategia	25-27
Historiallinen kehitys	28-29
Ennusteet ja arvonmääritys	30-36
Taulukot	37-41
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	42

Gofore lyhyesti

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

64 MEUR (+27 % vs. 2018)

Liikevaihto 2019

~50 %

Goforen keskimääräinen vuosittainen kasvu (CAGR) 2009-2019

5,5 MEUR / 9 %

Kansainvälinen liiketoiminta ja osuus liikevaihdosta

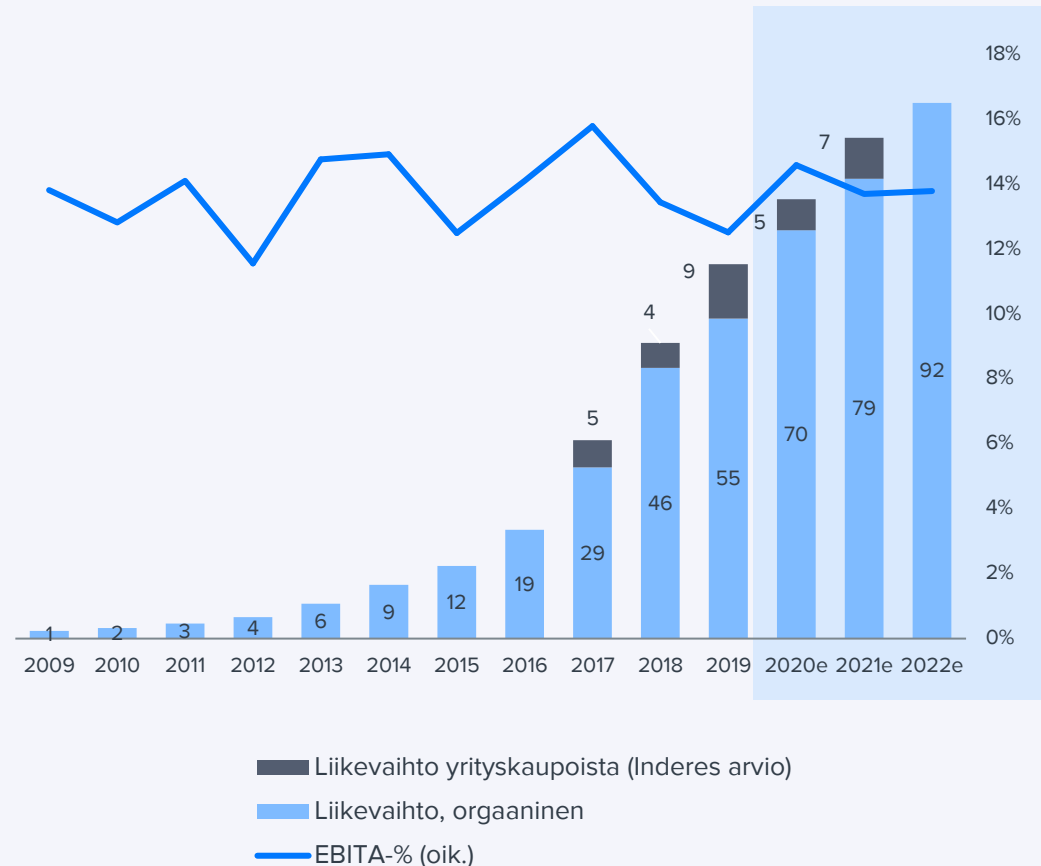
8,0 MEUR (12,5 % lv:sta)

EBITA 2019

~680

Työntekijöitä 6/2020 (oma + alihankinta)

Liikevaihdon ja kannattavuuden kehitys



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 1/3

Yhtiökuvaus

Digitalisaation asiantuntijayritys

Gofore on digitalisaation palveluyritys, jonka palvelut kattavat johdon konsultoinnin, digitaalisten palveluiden muotoilun ja rakentamisen, pilvipalvelut ja ohjelmistotestauksen. Yhtiöllä on vahva kannattavan kasvun historia. Yhtiö on ollut voimakkaassa organisaatiossa kasvussa vuodesta 2009 lähtien (arvioimme mukaan 42 % vuodessa) ja vuosina 2017-2020 kasvua on kiihdytetty yritysostoilla. Kasvu on ollut myös erittäin kannattavaa keskimääräisen EBITA-marginaalin ollessa 14 % vuosina 2009-2019. Yhtiö on ollut menestyksenkäs 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 mielletään ohjelmistokehitystalona, on sen liiketoiminnasta arviolta noin kolmannes neuvonantoon liittyvää. Tyypillisesti IT-palvelutaloilla neuvonantopalvelut ovat selvästi pienemmässä roolissa ja tulokulma markkinaaan lähtee teknisestä osaamisesta.

Gofore tarjosi perustamisesta vuonna 2002 vuoteen 2012 vielä pääasiassa vain ohjelmistokehityspalveluita, mutta tarjoomaa on tämän jälkeen laajennettu kattamaan johdon

neuvonantoa, palvelumuotoilua, arkkitehtuurin hallintaa, hankehallinnan palveluita, pilvipalveluihin liittyvää ylläpito- ja asiantuntijatyötä sekä viimeisimpänä ohjelmistotestausautomaatiota. Nämä laajentumisaskeleet ovat osoittautuneet onnistuneiksi, sillä ne ovat vieneet yhtiötä jatkuvasti vahvempaan asemaan arvoketjussa ja irti asiakkaan resurssitoimittajan roolista.

Organisaatiomalli menestyksen ajurina

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 osittain ylikuumentuneessa markkinassa kasvun kannalta ratkaisevaa on ollut kyky houkutellessa 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, jossa ei ole liiketoimintayksiköitä, lähiesimiehiä, henkilö- tai yksikkökohtaisia kannusteita tai tavoitteita eikä budjetointia (johtamisvälineenä). Johtamisen työkaluna on yhtiön oma toiminnanohjausjärjestelmä Hohto++, 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.



Goforen organisaatiomalli

- x Ei liiketoimintayksiköitä
- x Ei lähiesimiehiä
- x Ei budjetointia (johtamisen näkökulmasta)
- x Ei henkilö- / yksikkökohtaisia kannustimia tai tavoitteita
- x Ei yksiköiden välistä sisäistä laskutusta
- ✓ Koko tuotantohenkilöstö yhdessä yksikössä
- ✓ Sisäisten funktioiden tehtävä tuottaa palvelua henkilöstölle
- ✓ Oma toiminnanohjausjärjestelmä Hohto++ tuo kilpailuetua ja apua johtamiseen

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 2/3

Yhtiön koko tuotantohenkilöstö kuuluu Gofore Crew -yksikköön, jota tukevia toimintoja ovat myynti, markkinointi ja viestintä, taloushallinto, HR ja kansainvälinen kehittäminen. Tuotantohenkilöstöstä noin 350 henkilöä tekee digitaalisia ratkaisuja ja pilviteknologioiden toimituksia, vajaa 200 neuvonantoa ja noin 100 laadunvarmistusta.

Goforen toimintamalli perustuu vahvasti muutosnopeuteen ja teknologian kehityksestä johtuvaan jatkuvaan muutokseen. 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 on jatkuva muutos.

Ymmärryksemme mukaan Gofore joutuu jatkuvasti mukauttamaan organisaatiomalliaan ja rakenteitaan sopeutuakseen entistä paremmin jatkuvaan muutokseen ja yhtiön kasvuun. Uusimmassa mallissa yhtenä teemana on kyvykkyyksien (10-15 kpl) ja niiden kehityksen parempi hallinta. Toisena teemana on yhtiön asiakkuusstrategia, jossa yhtiö pyrki erityisesti olemaan vahva Society (yhteisö), Industry (teollisuus) ja Business (operaattorit ja finanssi) liiketoiminta-alueilla. Mallin myötä yhtiö pystyy

seuraamaan paremmin organisaation olemassa olevien kyvykkyyksien ja uusien kyvykkyyksien kehitystä, ja saa samalla paremman kytkennän myyntiorganisaatioon. Viimeisen vuoden aikana yhtiö on erityisesti kehittänyt rekrytointiaan, mikä on näyttää viimeaikaisen kehityksen perusteella kantavan hedelmää.

Päämarkkina Suomessa ja kasvun siemeniä kansainvälisesti

Goforen päämarkkina on Suomen IT-palvelumarkkina, minkä lisäksi yhtiö on tehnyt askeleita kansainvälistymiseen. Yhtiön henkilöstöstä suurin osa työskentelee Tampereella ja Helsingissä, loput Jyväskylässä sekä kansainvälisissä toimipisteissä. Yhtiön alueellinen strategia on ollut onnistunutta rekrytointien näkökulmasta, mikä on tukenut kasvua. Lisäksi yhtiö on vahvistanut osaamistaan ja alueellista toimituskapasiteettia viidellä yritysostolla.

Kansainvälisen liikevaihdon osuus Goforen myynnistä oli viime vuonna 9 % (2018: 11 %). Kansainväliset toimipisteet sijaitsevat Saksassa, Espanjassa ja Virossa. Yhtiö lopetti Ison-Britannian liiketoimintansa alkuvuonna.

Vahva asiakaskunta erityisesti julkishallinnossa

Goforen kasvu on perustunut vahvasti yhtiön menestykseen Suomen julkishallinnon sektorilla (osuus liikevaihdesta 70 %), 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. Goforen keskeisenä kilpailutekijänä on ollut teknologiariippumattomuus sekä arkkitehtuurin ja ohjelmistokehityksen pitäminen toisistaan 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 puolen neuvonanto osaaminen vahvistui entisestään vuonna 2019 tehdyn Silver Planet -yrityskaupan myötä.

Julkisen sektorin lisäksi Goforen asiakaskunta koostuu muun muassa liikenne-, terveys-, teollisuus-, palvelu-, kauppa-, ja finanssialan toimijoista. Yksityisen puolen asiakaskunta laajeni vuonna 2017 tehdyn Leadin-yrityskaupan myötä. Yksityisen sektorin asiakkaiden osuus liikevaihdesta oli viime vuonna 30 % (2018: 35 %) ja yhtiön yhtenä tavoitteena on laajentaa asiakaspohjaa yksityisellä sektorilla. Yksityinen sektori ei ole kuitenkaan tähän mennessä kehittänyt täysin odotetusti ja yhtiö hakee tälle markkinalle vielä terävää kärkeä, jolla murtautua markkinaan. Neuvonantopalvelut ovat Goforen selkeä erottumistekijä, mutta asiakkaille ratkottavat ongelmat ovat yrityspuolella luonteeltaan erilaisia verrattuna julkiseen sektoriin, mikä voi asettaa haasteita yhtiön myynnille ja kulttuurille.

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 3/3

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 tuntilaskutuksella. Yhtiön yhtenä strategisena tavoitteena on pyrkiä järjestämään liiketoiminta niin, että se ei kannata asiakkaidensa riskejä omassa liiketoiminnassaan. Tuntilaskutukseen perustuva liiketoimintamalli on ollut sektorilla viime vuosina yksi yhdistävä tekijä parhaiten kannattaneiden yritysten välillä. Yhtiö ei näin samalla tavalla kannata suurten kiinteähintaisten projektien riskiä tai kärsi voimakkaammasta hintapaineesta.

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 kilpailuetu. Ulkopuoliset palvelukulut olivat 13 % liikevaihdosta vuonna 2019 (2018: 16 %).

Goforen palvelualueiden kokonaisuus

Goforen palvelualueet kattavat melko laajasti digitaaliseen muutokseen liittyvät osaamiset lukuun ottamatta valmishjelmistojen toimitusta ja integrointia. Monien muiden toimijoiden tavoin

myös Gofore on rakentanut palvelukokonaisuutta, joka kattaa asiakkaan elinkaaren eri vaiheet ja antaa yhtiölle kyvykkyydet toimittaa laajoja kokonaisuuksia digitaaliseen muutokseen liittyen. Goforen mukaan kuitenkin eri palvelualueiden ristiinmyynti on sen ajattelussa toissijaista, koska se pyrkii toimimaan aina asiakasarvo edellä. Yhtiön mukaan sen tärkein palvelutuote on ajantasaisuus ja jatkuva muutos.

Tyypilliset asiakkuudet

Goforen mukaan sen tyypillisesti 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 prototyyppeihin ja lopulta itse palveluiden rakentamiseen käytännössä. Qentinel-kaupan jälkeen palveluihin sisältyy myös laadunvarmistus ja testausautomaatio.

Goforen 5 suurinta asiakasta vastaa yli 40 %:sta liikevaihdosta, mikä tarkoittaa jopa lähemmäs 50 henkilön tiimejä asiakkaalla. Verrattuna sektoriin 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.

Goforen myynnissä useimmat tekevät myös

laskutettavaa asiakastyötä. Tämä kuvastaa hyvin yhtiön tehokasta organisaatiomallia, mikä osittain selittää myös vahvaa kannattavuutta.

Hohto++ -järjestelmä

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 yrityskoossa 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 laskutusta.

IT-yhtiöille ei ole uutta oman toiminnan kehittäminen itsekehitettyillä ratkaisuilla. Vincitillä on myös itse kehitetty johtamisen palvelutyökalu LaaS. Ymmärryksemme mukaan Hohto++ on laajempi palveluyrityksen toiminnanohjauksen kokonaisuus, kun taas LaaS on johtamisen työkalu. Vastaavasti Siilillä on myös itsekehitetty osaamisenhallinnan järjestelmä Knome. Vincit pyrkii kuitenkin Goforesta ja Siilistä poiketen myös kaupallistamaan tuotteensa. Ymmärryksemme mukaan Hohto++ kaupallistaminen ei ole Goforelle tällä hetkellä ajankohtainen.

Kumppanit



Teknologiatoimittajat ja -yhteisöt

Toiminnot

- Rekrytointi, HR
- Myynti, markkinointi ja viestintä
- Gofore Crew (tuotanto)
- Kansainvälinen kehittäminen

Osaamisalueita

- Neuvonanto
- Arkkitehtuuri
- Ohjelmistokehitys
- Ohjelmistotestaus-automatio
- Pilvipalvelut

Alihankkijat, resurssivuokraajat

Liiketoimintaidea

Gofore tarjoaa asiantuntijapalveluita organisaatioiden digitaaliseen muutokseen

GOFORE

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

Tavoitteet

Gofore ohjeistaa vuoden 2020 liikevaihdon olevan 70-76 MEUR ja EBITAn kasvavan vuonna 2020

Yhtiö tavoittelee lähivuosina kohdemarkkinana nopeampaa liikevaihdon kasvua ja 15 %:n EBITA-marginaalia

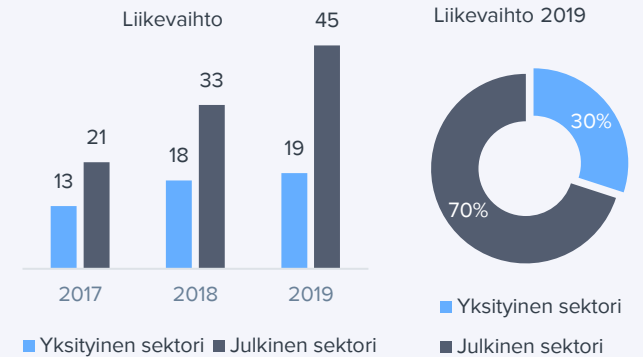
Kilpailu



IT-generalistit

Ketterät ohjelmistokehittäjät

Julkinen ja yksityinen



Kustannusrakenne

582 hlö (2019)
56 m€ (2019)



Henkilöstökulut (66 % kustannuksista)

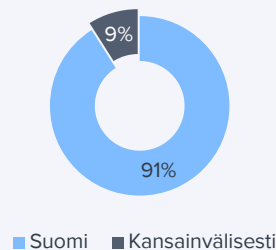


Ulkopuoliset palvelut (15 %)

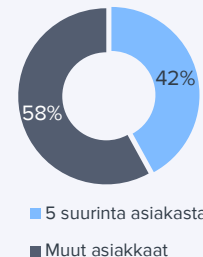


Liiketoiminnan muut kulut (19 %)

Maantieteellinen liikevaihto 2019

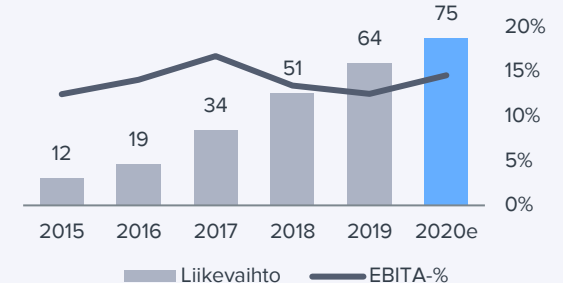


Asiakkaat



Tulovirrat

Liikevaihto 64 m€
EBITA 8,0 m€ (2019)



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 kasvulla ja kannattavuudella mitattuna sektorin parhaimmistoa. Viime vuonna nähty kannattavuuden pieni pudotus korjattiin nopeasti ja tämän kevään koronatilanteeseen sopeuduttiin ripeästi, mikä osoittaa reagointikykyä. Lisäksi yhtiö on onnistunut skaalamaan organisaatiota yli 500 hengen kokoluokkaan ilman mittavia kasvukipuja, mikä on ollut sektorilla poikkeuksellista. Yhtiön keskeisin kilpailuetu perustuukin mielestämme kulttuuriin sekä johtamis- ja organisaatiomalliin.

Seuraavaa kasvun tukijalkaa yhtiö tavoittelee yksityisasiakkaiden puolelta, missä kasvukehitys

on ollut vaatimattomampaa ja yhtiöllä vielä paljon 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, poikkeuksellinen 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 ja kustannusinflaatio ovat koronan yli katsottuna todennäköisiä hidasteita.

Riskit

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

Sijoitusprofiili

1.

Toimii kasvavilla palvelualueilla

2.

Kyky kasvaa ja uudistua jatkuvasti markkinan mukana

3.

Erottuva tulokulma markkinaan

4.

Hyvä kasvu ja kannattavuus

5.

Kevyt pääoman tarve ja hyvä kassavirta

Potentiaali



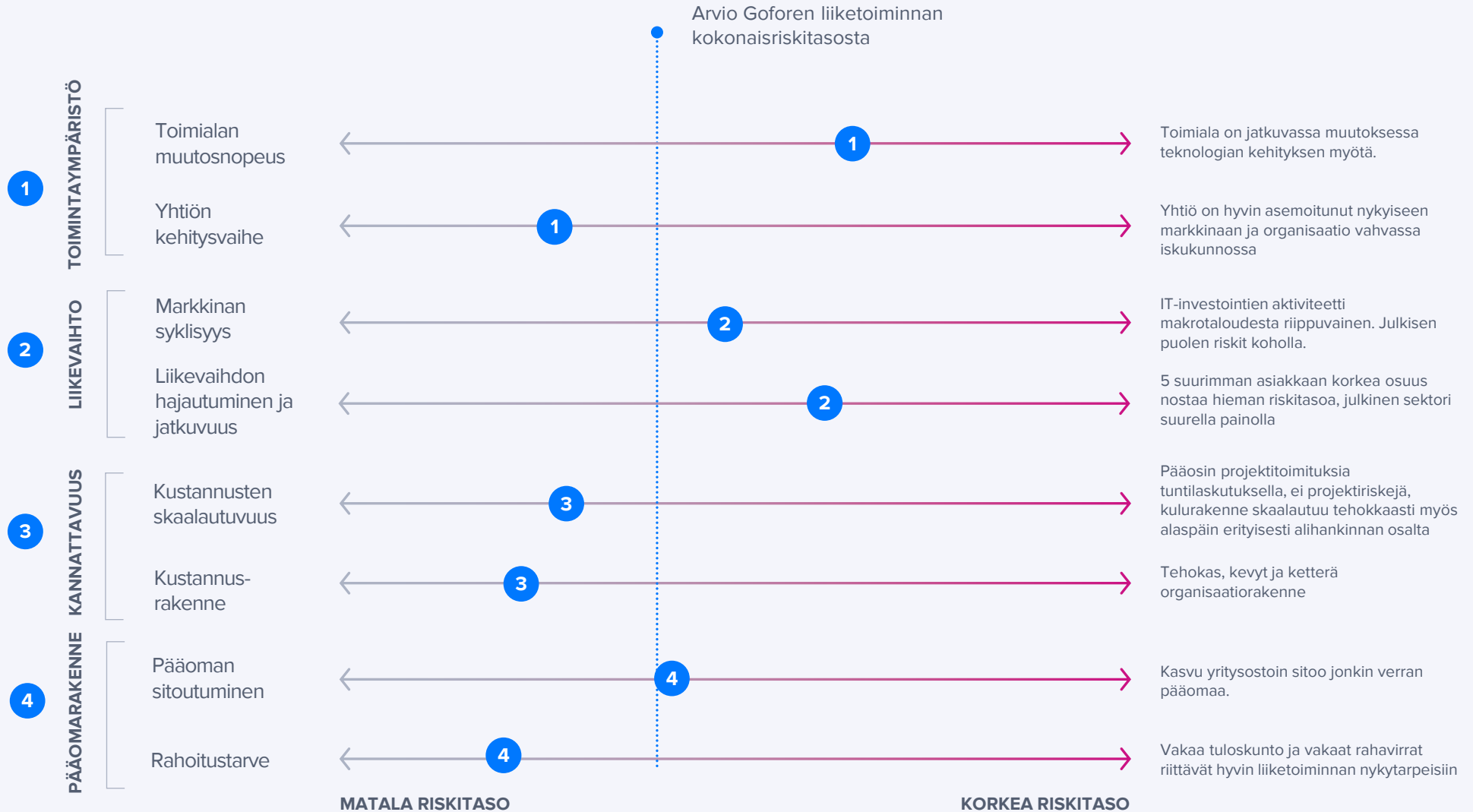
- Menestyvän toimintamallin monistaminen
- Markkinanäkymät Goforen palvelualueilla vahvoja
- Vahva työntajakuva mahdollistaa markkinoita vahvemman orgaanisen kasvun
- Oma toiminnanohjausjärjestelmä tukee johtamista ja tuo kilpailuetua
- Vahva tase mahdollistaa yrityskaupat

Riskit



- Kyky hallita kasvua
- Markkinatilanteen kääntyminen
- Kulttuurin ja työnantajaimagon säilyttäminen
- Työntekijöiden vaihtuvuus ja palkkainflaatio
- Julkisen sektorin ja muutamien asiakkaiden voimakas painotus
- Yrityskaupat ja kansainvälistyminen
- Koronatilanteen paheneminen ja pitkittyminen

Liiketoimintamallin riskiprofiili



IT-palvelumarkkinat 1/5

Markkinan koko ja määritelmä

Markkinan koko ja määritelmä

Pohjoismaiden (Ruotsi, Norja, Suomi, Tanska) IT-palvelumarkkinan koko on noin 14 miljardia euroa (IDC). IT-palvelumarkkinan perinteiseen 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 on kuitenkin hämärtymässä, kun IT:n ja teknologian rooli on nousemassa digitalisaation myötä konehuoneesta liiketoiminnan ytimeen eri toimialoilla. Siten IT-palveluyhtiöiden toimintakenttä risteää yhä vahvemmin uusien rinnakkaismarkkinoiden kanssa, joita ei ole perinteisesti katsottu kuuluvan IT-markkinoihin. Näitä ovat esimerkiksi strategiakonsultointi, muutosjohtaminen, design ja palvelumuotoilu.

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 näkemyksemme mukaan vahvoja. Tämän ansiosta IT-palveluyhtiöt tarjoavat sijoittajalle hyvän mahdollisuuden sijoittaa digitalisaatio-trendiin palveluliiketoiminnan rajatumalla riskillä. Markkinan odotetaan kasvavan makrotaloutta nopeammin pitkällä aikavälillä.

Goforen oman arvion mukaan sille relevantti

kohdemarkkina jatkaa selvästi yleistä talouskasvua sekä koko ICT-palvelusektoria voimakkaampaa kasvua, mutta se ei ylitä 10 % tasoa. Gofore on onnistunut pääsemään markkinan kasvuun hyvin kiinni asemoitumalla IT-markkinan nopeimmin kasvaville palvelualueille ja toisaalta yhtiö ei ole kärsinyt perinteisten palvelualueiden kysynnän hiipumisesta. Yhtiö on ollut Suomen voimakkaimmin kasvaneita IT-palveluyhtiöitä jo useiden vuosien ajan.

Koronan vaikutukset ja markkinanäkymä nyt

Koronapandemia tekee hidasteen IT-markkinan viisi vuotta kestäneeseen erittäin suotuisaan sykliin. Markkinan ennen koronan puhkeamista voi sanoa jo ylikuumentuneen etenkin osaajakilpailun takia, minkä takia tasaantuminen on markkinalle myös tervettä. Gofore on kuitenkin mennyt vastavirtaan nettorekrytoinnit ovat nousseet selvästi kevään ja kesän aikana.

Koronapandemia vaikuttaa IT-markkinaan makrotalouden heikentymisen kautta. Sektorin yhtiöiden kehitys on toistaiseksi ollut pääosin hyvää, sillä olemassa olevat hankkeet ovat jatkuneet ja organisaatiot ovat pystyneet hyvin sopeutumaan etätöihin. Etenkin yhtiöiden tulokset ovat olleet hyviä johtuen koronan myötä laskeneesta kulurakenteesta ja sopeutustoimista. Vaikutuksia on nähty lähinnä tilanteesta välittömästi kärsineillä asiakastoimialoilla ja projektiliiketoimintaan painottuneilla. Julkishallinnossa olemassa olevat budjetit kantavat kysyntää, mutta ensi vuoteen liittyy epävarmuutta. Näkemyksemme mukaan vuoden 2020 toiseen puoliskoon liittyy vielä epävarmuutta, mutta tilanne näyttää jo kevättä

huomattavasti paremmalta IT-palvelusektorin osalta. TietoEVERYn arvion mukaan IT-markkinat laskevat 3-7 % vuonna 2020, mikä on näkemyksemme mukaan suomalaisiin listattuihin yhtiöihin peilaten pessimistinen arvio.

Koronan ylitse katsottaessa IT-markkinan kasvufundamentit arviomme mukaan vahvistuvat, kun tilanne pakottaa asiakkaita panostamaan sähköiseen liiketoimintaan. Monilla yrityksillä korona tulee olemaan lopullinen käynnistä digitaaliseen transformaatiolle, joka ehti vuosia olla puheen tasolla.

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 myötä IT:n ostaminen on muutoksessa, mikä edellyttää IT-yhtiöiltä kykyä sopeuttaa tarjontaa. Markkinalla oli 2010-luvulla vahva siirtymä kohti IT-investointeja, joilla luodaan uutta liiketoimintaa ja erottumistekijöitä, kun pelkän kustannustehokkuuden tavoittelu ei enää 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 uudelle aikakaudelle syntyneille toimijoille (kuten Futurice, Solita, Reaktor, Siili, Gofore ja Vincit), jotka ovat profiloituneet tarjoomaltaan uusien digipalveluiden kehittäjiksi.

IT-palvelumarkkinat 2/5

Perinteiset toimijat olivat aluksi hitaita mukauttamaan tarjontaansa ja kulttuuriaan 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 kahtia jakaminen on nyt kuitenkin muuttumassa epärelevantiksi, sillä uusia digitaalisia palveluita ei voida käsitellä liiketoiminnan ydinjärjestelmistä erillisenä.

Selkeänä trendinä markkinalla onkin nyt 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 rajapintaratkaisuilla olemassa olevien järjestelmien päälle. Tämä trendi on vastaavasti palauttanut kilpailuetua ”perinteisemmille” toimijoille, kun taas monet, pääasiassa osajahankinnalla menestyneet digipalveluiden kehittäjät ovat kohdanneet viime vuosina selkeitä haasteita ja joutuneet arvioimaan strategioitaan uudelleen.

IT-palvelumarkkina on käynyt kuvatun murroksen myötä läpi merkittävän muutoksen viimeisen 10 vuoden aikana. Seuraavan kymmenen vuoden aikana markkinan muutosnopeus kiihtyy entisestään ja teknologian kompleksisuuden sekä nopean kehityksen takia

markkinamuutosten ennustamisesta tulee yhtiöille entistä vaikeampaa. Siten mielestämme sektorin yhtiöiden reagointi- ja muutoskyky kilpailuetuna korostuu edelleen.

Markkinan sisäinen jakautuminen ja kehityssuunta

Olemme jakaneet IT-palvelumarkkinan kolmeen eri osioon (sivu 15) seuraavasti:

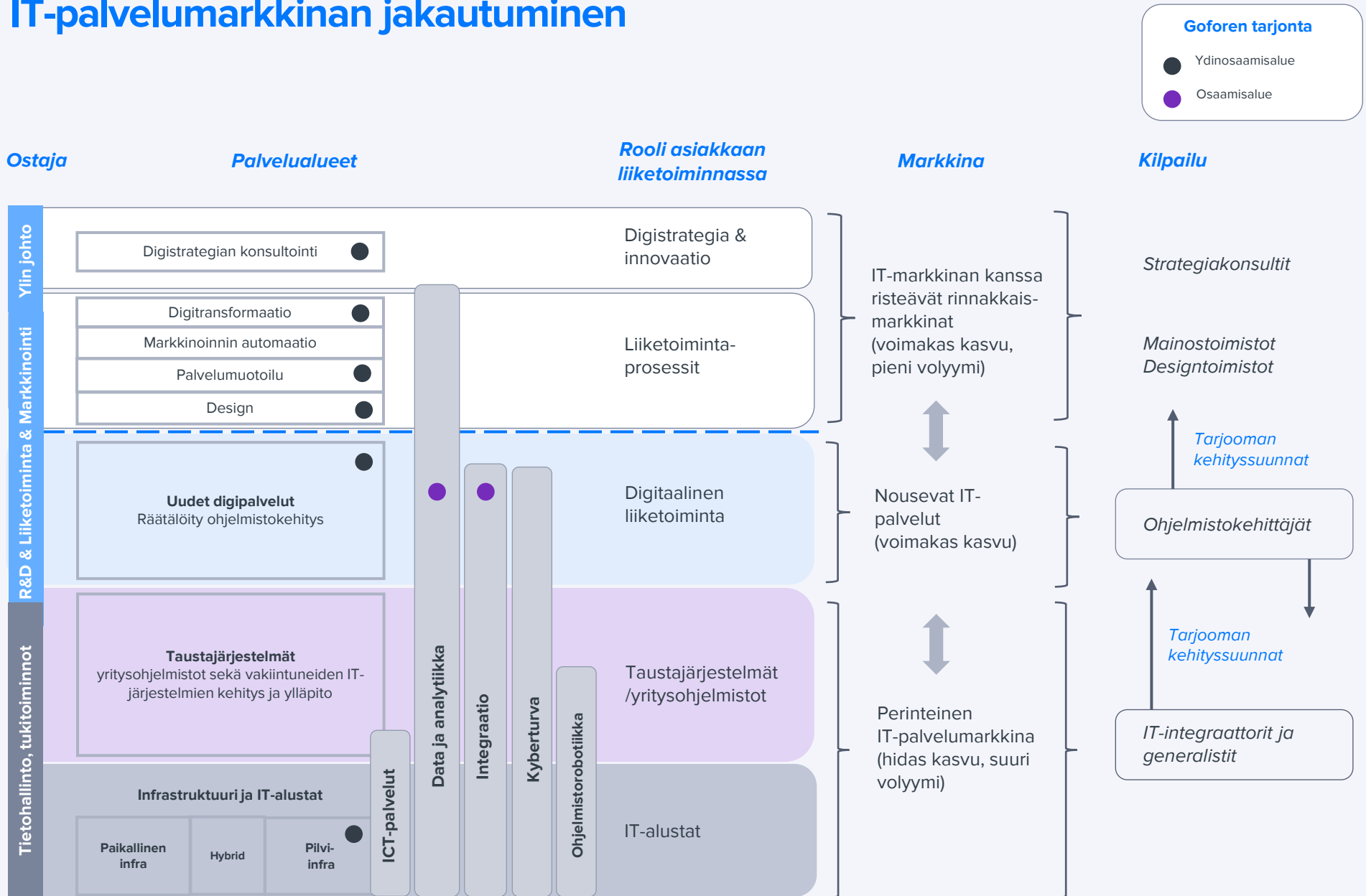
- 1. Uusien digitaalisten palveluiden markkina,** joka käsittää uusien digitaalisten palveluiden kehityksen (räätälöity ohjelmistokehitys). Tämä on ollut markkinan voimakkaimmin kasvava (arvioimme >15 %) osa-alue, joka on käytännössä syntynyt vasta viimeisen reilun 5 vuoden aikana. Nimekkäitä toimijoita markkinalla ovat muun muassa Reaktor, Futurice, Nitor, Bitfactor ja Vincer, minkä lisäksi suuret IT-generalistit ovat lähteneet panostamaan tälle alueelle myöhässä. Tälle markkinalle ominaista on matala alalle tulon kynnys.
- 2. IT-taustajärjestelmien ja yritysohjelmistojen markkina,** joka käsittää laajasti ERP:n ja siihen liitännäiset järjestelmät kattaen pääasiassa valmishohjelmistojen toimituksen, räätälöinnin, integraation ja ylläpidon. Tällä markkinalla Suomessa tunnettuja toimijoita ovat esimerkiksi Innofactor, Enfo, Solteq, Digia, Sofigate, eCraft, Bilot sekä erityisesti IT-generalistit (kuten TietoEvry ja CGI). Tällä alueella markkinan kasvu on ollut hidasta ja ominaista korkea alalle tulon kynnys.
- 3. 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 kynnys korkea, koska markkina on edellyttänyt skaalaetuja ja investointeja. Pilvimurroksen myötä markkinalla on kuitenkin käynnissä voimakas uusjako, mikä on syntynyt 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 analyytiikka, integraatio, kyberturva sekä ohjelmistorobotiikka.

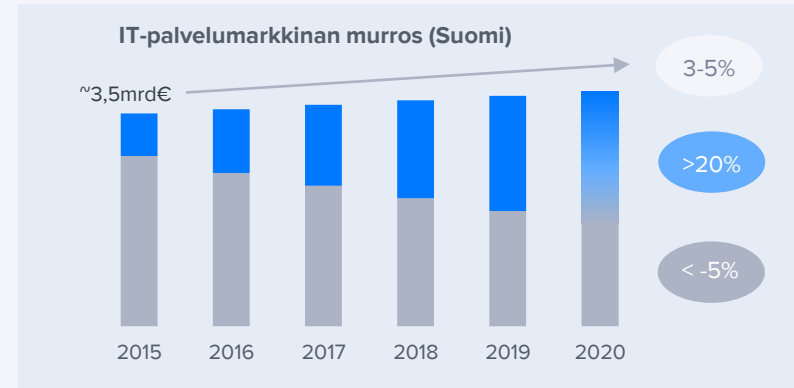
Viime vuosina näkyvin trendi markkinalla on ollut IT-talojen pyrkimys päästä kiinni asiakkuuksiin jo digitalisaatiohankkeiden suunnitteluvaiheessa (digikonsultointi, palvelumuotoilu ja design), sillä yhden suunnittelutyötunnin myynti on tarkoittanut moninkertaista määrää ohjelmistokehitystuntien myyntiä. 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 pääosin heikolla menestyksellä. Goforen toiminnasta noin kolmannes on neuvonantoa ja loput ohjelmistokehitystä. Yhtiö profiloituu organisaatioiden laaja-alaiseksi digitransformaation konsultiksi, mikä erottaa sitä ohjelmistokehittäjäaloista.

IT-palvelumarkkinan jakautuminen



Markkinat ja arvoketju

IT-yhtiöiden asemoituminen pääasiallisen kohderyhmän ja palvelualueiden mukaan Suomen markkinalla



Paikallinen kilpailu

Pohjoismainen kilpailu

Globaali kilpailu

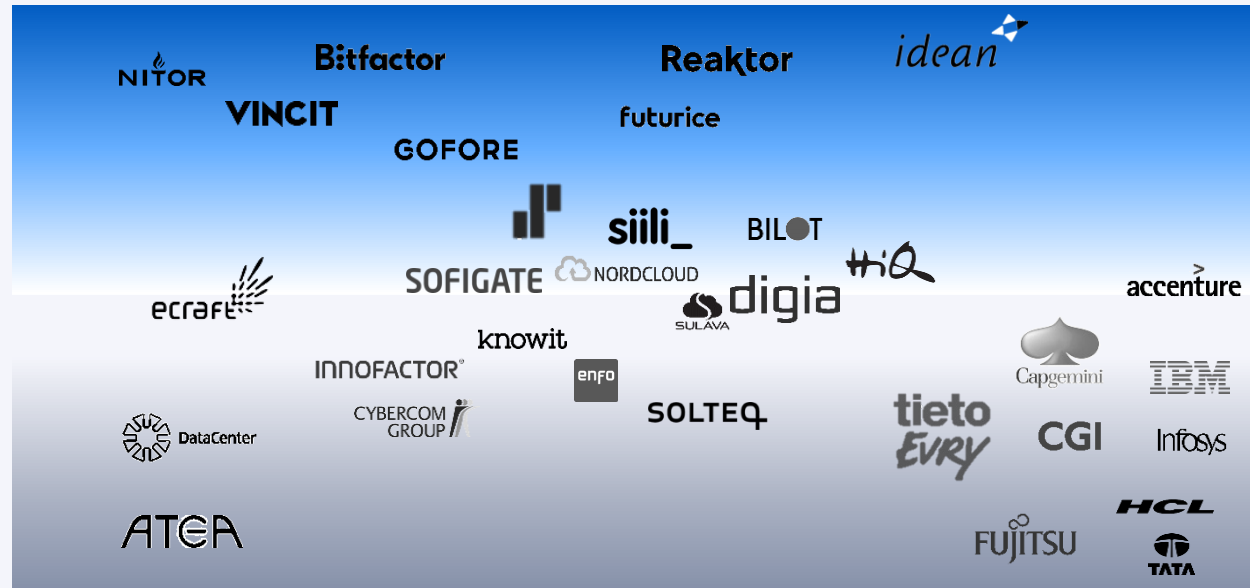
Keskisuuret organisaatiot

Suuret organisaatiot

Globaalit suuryritykset

■ Uudet digitaaliset palvelut

■ Ylläpito & perinteinen IT-järjestelmäkehitys



Vahva kasvu, lyhyt tilauskanta

Hitaampi kasvu, vahva asiakaspito

IT-palvelumarkkinat 3/5

Selkeä suuntaus sektorin toimijoilla on myös elinkaariajattelu, sillä monet uudet toimijat pyrkivät nyt rakentamaan myös kyvykkyyden tarjota ohjelmistoylläpitoa. Yhteistä kaikkien keskiuurten ja suurten toimijoiden strategioille on myös pyrkimys liiketoimintakriittisemmän kumppanin asemaan asiakkaissa. Pienten ohjelmistokehittäjätalojen osaaminen ja tarjonta ei tällöin yksinään ulotu riittävän syväle asiakkaan IT-järjestelmiin ja prosesseihin. Tämä kehitys voi kiihdyttää markkinan konsolidaatiota.

Näemmekin Suomen IT-palvelumarkkinan kehittyvän nyt yhä voimakkaammin suuntaan, jossa perinteisten ja uusien toimijoiden tiet ovat risteämässä ja raja ”uuden” ja ”perinteisen” IT:n välillä hämärtyy.

Ylläpito- ja taustajärjestelmäosaaminen tekee paluuta

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

integraatio- ja dataosaamisen merkitys korostuu.

Korona muuttaa kilpailun vahvemmin osajista asiakkaisiin

Vahva kysyntä ja siitä syntynyt osajakilpailu on viimeisen 5 vuoden aikana korostanut kulttuurista ja rekrytointiosaamista yritysten kilpailutekijänä IT-markkinalla. Voittajia tässä trendissä ovat viime vuosina olleet selkeästi pienet ja ketterät toimijat, jotka usein erottuvat kulttuurilla ja organisaatiomallilla. Näitä toimijoita ovat olleet esimerkiksi Vincer, Reaktor, Futurice, Solita ja Gofore. Myös teollisuus on aktivoitunut kilpailemaan yhä enemmän samoista osajista, mikä on kiristänyt osajakilpailua. Nyt koronaviruksen myötä markkinalla siirrytään kuitenkin nopealla tahdilla osajakilpailusta kohti tilannetta, jossa kovin kilpailu käydään asiakkaiden tilauksista, mikä muuttaa markkinan kilpailun luonnetta lyhyellä aikavälillä. Tämä todennäköisesti helpottaa osajien saatavuutta ja kustannusinflaatiota, mutta kiristää hintakilpailua.

Kustannusinflaatio ja hinnoitteluympäristö

Yleisesti IT-sektorin hinnoittelu ympäristö on terveellä tasolla, mutta taloustilanteen heikentyminen voi johtaa myöhemmin hintapaineeseen. Eri yhtiöiden kanssa käymiemme keskusteluiden perusteella palkkainflaatio on ollut vuosina 2018-2019 vajaan 5 %:n tasolla. Yhtiöiden kommenttien perusteella kiihtynyttä kustannusinflaatiota ei ole saatu vietyä täysin eteenpäin hintoihin, koska monilla pitkäaikaiset puitesopimukset vaikeuttavat tätä. Tämä on osin rasittanut sektorin yhtiöiden kannattavuuksia viime vuosina. Talouden näkymien heikkoudesta huolimatta sektorilla on

nähty suhteellisen vähän ilmoituksia yt-neuvotteluista koronan puhkeamisen jälkeen ja nämä ovat pääasiassa johtaneet vain lomautuksiin. Nyt ollaan ymmärryksemme mukaan kuitenkin asteittain jälleen palaamassa ”normaaliin”. Lievästi kiristyvää hintakilpailua kompensoi kustannusinflaation lieventyminen.

Yrityskaupat ja konsolidaatio

IT-palvelusektorin konsolidaatio oli aktiivista läpi viime vuosikymmenen. Sektorille ominaista on ollut strategisten osaamisalueiden puutteiden paikkaaminen yrityskaupoilla.

Monilla toimijoilla on vahvat kassat ja yritysostot osana strategiaa. Koronan puhjetessa yritysjärjestelyt pysähtyivät, mutta nyt ilmassa on aktiviteetin kasvua. Sektorin yhtiöiden hinnoittelu on kohonnut tuntuvasti viimeisen 5 vuoden aikana ja tämä korkea hinnoittelu on myös valunut listaamattomien puolelle (sivu 41). Lähelle listayhtiöiden tasoa kohonneet arvostukset heikentävät ostajien edellytyksiä tehdä omistaja-arvoa luovia yrityskauppoja. Siten viisi vuotta sitten erittäin tehokas resepti, jossa listaamattomia ostettiin omaa osaketta käyttäen alemmilla kertoimilla ei enää toimi vastaavasti.

Arviomme mukaan yritysjärjestelyt olivat jäissä koronaepävarmuuden aikana ostajien ja myyjien suurten näkemyserojen takia. Nyt näkyvyys koronan vaikutuksiin on parantunut ja digiloikan myötä pitkän aikavälin kysyntäfundamentit sektorilla yhä vahvat, mikä on jälleen laukaissut yritysjärjestelyaktiiviteettia niin pienissä kuin suuremmassakin kokoluokassa.

IT-palvelumarkkinat 4/5

Myös ulkomaiset toimijat tähyävät ostettavaa suomesta, mikä lisää sektorin konsolidaatiopainetta. Ulkomaisten sijoittajien näkökulmasta suomesta kiinnostavan tekee poikkeuksellinen keskisuurten digipalveluiden kehittäjien markkina ja näiden toimijoiden osaaminen.

Markkinan tulevat voittajat näkemyksemme mukaan

IT-markkinan selkeimpiä voittajia viimeisen 5 vuoden aikana ovat olleet uusien digipalveluiden kehitykseen erikoistuneet yhtiöt, jotka ovat menestyneet etenkin osaajakilpailussa. Nyt digipalveluiden markkina on saavuttanut selkeästi kypsemmän vaiheen ja pelin seuraava ottelu käydään muualla kuin puhtaasti osaajakilpailussa. Näkemyksemme mukaan sektorin menestystekijät muuttuvat ja voittajia seuraavan 5 vuoden aikana ovat:

- Vahvojen asiakkuuksien omistajat, joilla on strategisen kumppanin rooli asiakkaissa sekä kyky skaalata toimintaa vahvan alihankkijaverkoston kautta. Alihankkijan roolissa olevat pienet toimijat, jotka ovat pääasiassa keskittyneet asiakkaitaan enemmän osaajakilpailuun, ovat heikoilla nyt makromarkkinan heikentyessä.
- Yritykset, joilla on vahvaa integraatio- ja taustajärjestelmäosaamista sekä kyvykkyys ylläpitoon ja jatkuviin palveluihin. Ylläpidossa vahvat toimijat ovat vahvoilla myös markkinan heikentyessä. Tämä on monen keskisuuren digipalveluiden kehittäjän heikkous.

- Yritykset, jotka onnistuvat rakentamaan dynaamisen organisaatiomallin, joka pystyy reagoimaan ketterästi nopeasti kehittyvään markkinaan. Monet sektorin yhtiöt kärsivät tehottomista ja huonosti joustavista hierarkisista ja siiloutuneista organisaatorakenteista, jolloin uudistuminen on vaikeaa markkinan muuttuessa.
- Yritykset, jotka säilyttävät selkeän strategisen fokuksen. Useat sektorin yhtiöt kärsivät kasvukivuista, kun niiden pakka on levinnyt nopean laajentumisen seurauksena.

Markkinan trendit

Trendit organisaatioiden IT-ostamisessa

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

- 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 riippuvat generalistit. Hyötyjiä ovat usein pienemmät toimijat, joilla on integraatio-osaamista.

- IT:n hankkiminen suurina projekteina vähenee ja siirtyy kohti pienempiä, iteroivia prosesseja sekä jatkuvaa kehitystä. Häviäjiä ovat jäykät ja hidaslukuiset projektiorganisaatiot. Hyötyjiä ovat toimijat, joilla on osaamista ketterään ohjelmistotuotantoon, kyky hallita useiden eri toimittajien palveluita sekä kyvykkyudet jatkuvien palveluiden tuottamiseen.
- Liiketoimintalähtöisen ostamisen yleistyessä IT-yhtiöt etsivät uusia arvontuottoon pohjautuvia, skaalautuvampia hinnoittelumalleja saadakseen irrotettua liiketoimintamallinsa heikosti skaalautuvasta asiantuntijaresurssien myynnistä.
- IT-investoinnit siirtyvät asiakkaan liiketoiminnan tukiprosesseja tehostavista investoinneista kohti liiketoiminnan ydinprosesseja tai itse lopputuotetta parantaviin investointeihin. Häviäjiä ovat liiketoiminnan tukiprosesseja ja erp-sidosryhmiä perinteisesti palvelleet toimijat. Hyötyjiä ovat uusien digitaalisten palveluiden kehittäjät, joilla on teknistä osaamista, taustajärjestelmien osaamista sekä liiketoimintaymmärrystä.
- IT-budjettien omistus asiakkailla hämärtyy ja siirtyy CIO-roolista yhä enemmän liiketoimintajohtajien ja markkinoinnin rooliin. Häviäjiä ovat insinöörikeskeiset talot. Hyötyjiä ovat asiakkaan liiketoimintaa ja toimialaa ymmärtävät toimijat.

IT-palvelumarkkinat 5/5

- IT-markkinalla tehdään edelleen vähiten sitä, mistä puhutaan eniten. Näkyvimpiin hypetermeihin liittyvien palveluiden (AI, VR, AR, IoT, NLP jne.) volyymi on vielä pientä sektorin tasolla. Näistä kuitenkin muodostunee seuraavan 5 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 pienet luovat, design-keskeiset toimijat.
- Pilvimurros jakaa markkinoita uusiksi. Asiakkaiden IT-toimintoja viedään pilveen kiihtyvällä vauhdilla pilven hyötyjen takia ja siksi, että se on usein edellytys uusille digitaalisille liiketoimintamalleille. Hyötyjiä ovat ne, joilla on vahvaa omaa osaamista pilviteknologioissa. Merkittäviä häviäjiä ovat perinteisen paikallisen IT-infrastruktuurin toimittajat.
- Perinteinen ohjelmistolisenssin jälleenmyynti siirtyy pilveen ja ohjelmistotalot pyrkivät saamaan haltuunsa suurempaa osaa arvoketjusta SaaS-malleihin siirryttäessä. Ohjelmistojen jälleenmyyjien lisenssikomissioiden kutistuneet viime vuosina. Häviäjiä ovat lisenssin 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.
- Data ja analytiikka on nousemassa jälleen yhdeksi markkinan kuumimmista trendeistä. Datasta on tulossa yhä useammalla toimialalla strateginen kilpailutekijä ja edellytys tulevaisuuden tekoälyratkaisuille. Haasteena asiakkailta on yhdistää data siiloutuneesta tietohallinnosta läpi koko organisaation myös markkinointiin ja liiketoimintajohtoon. Voittajia ovat IT-yhtiöt, joilla on yhdistettynä analytiikan, koneoppimisen ja liiketoiminnan ymmärrystä.
- Halvimpien offshore-resurssien merkitys kilpailutekijänä heikentyy edelleen, sillä uusia digitaalisia palveluita on vaikea toteuttaa luotettavasti, riittävän nopeasti ja kustannustehokkaasti toisella mantereella sijaitsevilla offshore-resurssilla. Ohjelmistorobotiikka heikentää edulliseen työvoimaan pohjautuvaa kilpailuetua entisestään. Nämä trendit palauttavat IT-osaamisen kustannuskilpailuetua Aasiasta Eurooppaan. Häviäjiä ovat toimijat, joiden kilpailuetu on perustunut puhtaasti offshoren 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 ohjelmistorobotiikan osaajat.

Kilpailu 1/2

Kilpailu ja vertailuryhmä

Kilpailijoina IT-generalistit ja erikoistujat

Suomen noin 3,5 miljardin euron IT-palvelumarkkina jakautuu suurten kansainvälisten generalistien (mm. Tieto, CGI, Fujitsu, Accenture, CapGemini), noin 20 Goforen kaltaisen keskisuuren 20-100 MEUR liikevaihtoluokassa olevan toimijan sekä lukuisten pienten toimijoiden kesken. Generalistit edustavat arviomme mukaan markkinasta yli 2 miljardin osuutta, keskisuuret toimijat yli miljardin osuutta ja pienemmät alle 100 henkilön yritykset loppuhäntää markkinasta. Suomen markkinalle kansainvälisesti vertailtaessa ominaista on vahva keskisuurten toimijoiden markkina.

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

Generalisteista esimerkkeinä kilpailijoista voidaan mainita TietoEVRY, CGI ja Accenture. Gofore tai muut pienemmät toimijat eivät pysty erottumaan generalisteihin verrattuna tarjoomallaan tai toimituskyvykkyydellään, vaan kilpailuetu tulee ketterydestä 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 konsultoinnin 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.

Perinteisten toimijoiden erottautumistekijät

IT-generalistien vahvuutena kilpailussa on mittavat resurssit ja laaja tarjooma, joita tukee usein offshore-tuotanto ja sen kustannus-tehokkuus. Lisäksi niillä on usein pieniä toimijoita syvempää asiakas- ja toimialaymmärrystä. Nämä taustajärjestelmissä vahvat toimijat ovat usein keskeisimmissä asiakkuuksissaan vahvasti etabloituneita ja järjestelmät ovat asiakkaille liiketoimintakriittisiä, mikä tuo niille kilpailuetua. Lisäksi järjestelmätoimitukset ovat usein haastavia ja korkean riskin hankkeita, mikä lisää alalle tulon kynnyistä.

IT-generalistit ovat tyypillisesti kehittäneet asiakkaidensa IT-järjestelmiä yli vuosikymmenen ajan ja asiakkaiden IT-budjeteista merkittävä osa kuluu näiden olemassa olevien vanhojen järjestelmien ylläpitoon ja kehitykseen. Tämä yhdessä näiden toimijoiden oivaltavien sopimusrakenteiden kanssa turvaa suurten IT-palvelutalojen asemaa kilpailussa. Laajasta kriittisestä huolimatta suurten IT-generalistien asema markkinassa on ollut hyvin sementoitu.

Pienten toimijoiden erottautumistekijät

Pienet toimijat usein murtautuvat suuriin asiakkuuksiin muun ostajan kuin tietohallinnon kautta, jolloin ne eivät välttämättä kohtaa kilpailussa asiakkaan vakiintunutta järjestelmätoimittajaa. Nämä toimijat erottuvat tyypillisesti kilpailussa ketteryydellä, paremmalla palvelulla tai osaamisella erikoistumisalueessa. Lisäksi niiden muutos- ja reagointikyky IT-markkinan muutoksiin on usein parempi. Pieni koko voi olla etu, kun asiakas tarvitsee hankkeeseen luovuutta, nopeutta ja ketteryttä.

Kilpailu 2/2

Vertailuryhmän kasvu ja kannattavuus

Tarkastelemme sivun 24 kuviossa listattujen sekä listaamattomien suomalaisten ja muiden Pohjoismaisten IT-palveluyhtiöiden kasvua ja kannattavuutta. Vertailuun on tuotu mukaan Bilot ja poistettu Enea.

Vertailuryhmän kasvu vuositasolla 2015-2019 on ollut keskimäärin 18 % (2014-2018: 18 %), mitä selittää markkinan kasvu, monien pienten toimijoiden nopea orgaaninen kasvu sekä useiden toimijoiden yrityskaupat. Voimakkaimmin kasvaneet yhtiöt ovat laajentuneet niin yritysostoin kuin myös orgaanisesti vahvasti. Vahvoja orgaanisia kasvajia ovat olleet Vincit, Solita, Futurice, Gofore, Reaktor ja Siili 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 näkyi vuonna 2019 kasvuvauhdin hidastumisena.

Kannattavuuden osalta vertailujoukon keskiarvo

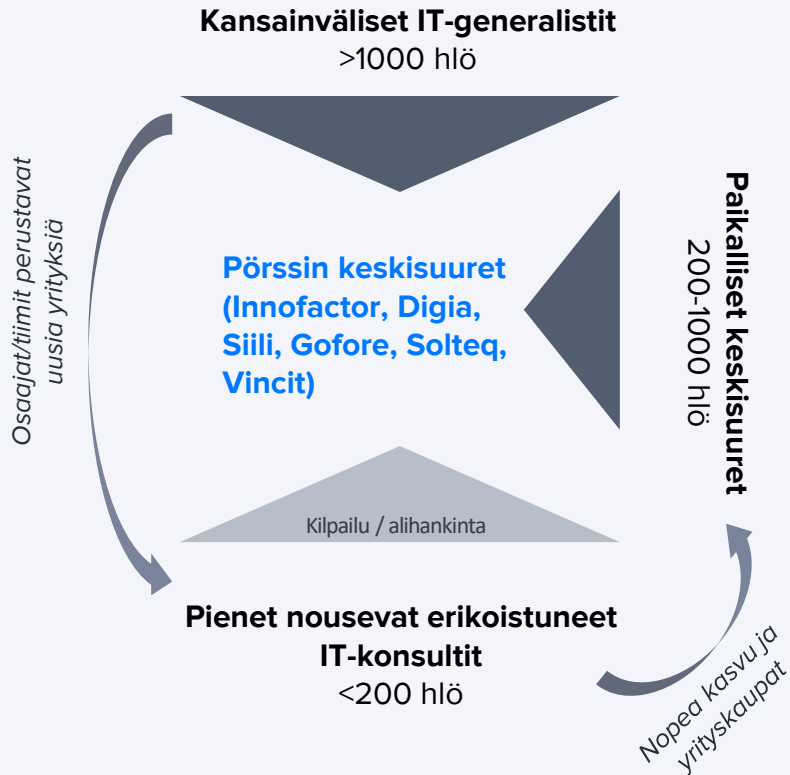
on 10 % käyttökatteella (EBITDA-%) mitattuna vuositasolla 2015-2019 (2014-2018 11,5 %). Goforen kannattavuus on ollut sektorin parhaimmista koko tarkastelujakson. Yhtiöt ovat keskimäärin kannattavuudeltaan terveellä tasolla. IFRS-16 muutos nosti IFRS-kirjanpidossa olleiden yhtiöiden EBITDA-%:ia noin 1-3 %-yksikköä vuodelta 2019 (efekti laimeampi keskiarvoja katsottaessa), mikä heikentää vertailukelpoisuutta vuotta 2019 edeltävään jaksoon ja erityisesti FAS-kirjanpidossa oleviin yhtiöihin. IT-palveluiden toimialalla olemme pitäneet yli 10:n % EBITDA-tasoa hyvänä kannattavuustasona (ilman IFRS-16 vaikutusta). Yksinumeroisiin kannattavuustasoihin yhtiöiden ei pitäisi olla tyytyväisiä. Suuret generalistit Tieto 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 Eficode, Futurice, Reaktor, Gofore ja Vincit. Ruotsin markkinalla selkeä nousija on HiQ, joka on onnistunut muuntamaan liiketoimintamallinsa vastaamaan markkinatrendeihin.

Strategian asemoituminen

	Ohjelmistokehittäjätalot	Keskisuuret	IT-generalistit (kuten Tieto)
Esimerkki	Siili, Solita, Vincit, Futurice, Reaktor, Gofore	Digia, Solteq, Innofactor	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 tarjonta Vakiintunut asiakaskunta	Offshore/nearshore -kyvykkyudet Globaali toimituskyvykkyys Laajin tarjooma Vahva asiakaspito
Heikkoudet	Resurssivuokraajan rooliin jääminen Ylläpitokyvykkyudet Kyky toimittaa kokonaisratkaisuja	Projektiriskeille altistuminen Tarve uudistua ja investoida Väliinpuotoajan rooliin jääminen	Tarve jatkuvaan uudistumiseen Muutosnopeus Raskas organisaatio
Tyypillinen erikoistuminen	Kaikki asiakaskoot ja toimialat Valitut palvelualueet	Suuret/keskisuuret organisaatiot Usein toimialafokus Kaikki palvelualueet	Suuret/globaalit asiakkaat Laaja toimialaosaaminen Kaikki palvelualueet
Kasvu ja kannattavuus tällä hetkellä	Voimakas kasvu nykymarkkinassa Vahva kannattavuus nykymarkkinassa	Hyvä orgaaninen kasvu Yrityskaupat kasvuajurina Tyydyttävä/heikko kannattavuus	Maltillinen orgaaninen kasvu Kasvu yrityskaupoin Hyvä kannattavuus
Konsolidaatio	Ostokohteina pienet erikoistujat, tavoitteena tarjooman laajentaminen	Ostokohteina pienet erikoistujat, tavoitteena tarjooman vahvistaminen, suuremmat fuusiot mahdollisia	Ostokohteina usein keskisuuret erikoistuneet toimijat, myös suuria fuusioita kansainvälisellä tasolla

Goforen kilpailupaine



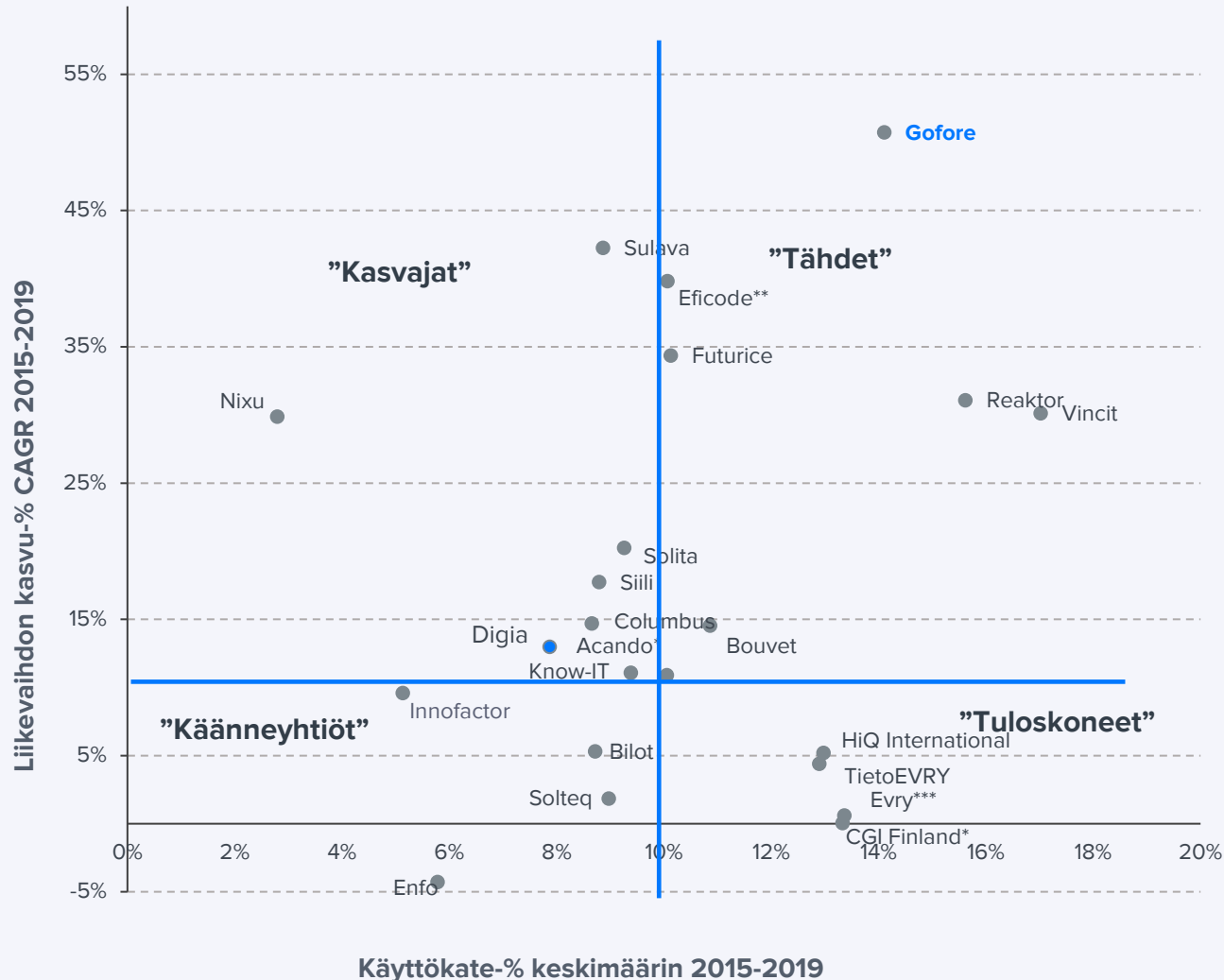
Goforen puolesta

- Ketterä ja todistetusti tehokkaasti toimiva liiketoimintamalli
- Vahva työnantajaimago ja kyky houkutella 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

Goforea vastaan

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

Kilpailukentän kehitys



Tähdet ovat markkinan edelläkävijöitä, jotka päässeet vahvaan kasvuun ja kannattavuuteen. Nämä toimijat ovat pääosin pieniä ja ketteriä toimijoita, jotka ovat asemoituneet ja panostaneet IT-markkinan kasvaville alueille ja toimivat kevyellä organisaatorakenteella. Nämä ovat usein enemmän liiketoimintalähtöisiä kuin tietohallintoa palvelevia toimijoita.

Kasvajät ovat pääosin yhtiöitä, jotka ovat reagoineet markkinamurrokseen, mutta niiden kasvupanostusten takia niiden kannattavuus on jäänyt keskimääräistä heikommaksi. Monet ovat vauhdittaneet kasvuun yritysostoin.

Tuloskoneet ovat yhtiöitä, joilla on vahva ote olemassa olevaan asiakaskuntaan esimerkiksi räätälöityjen ohjelmistoratkaisujen kautta, minkä ansiosta ne ovat päässeet hyvään kannattavuuteen hitaasta kasvusta huolimatta.

Käänneyhtiöt ovat pääasiassa "perinteisen IT:n" yhtiöitä, jotka ovat murrosvaiheessa tai eivät ole onnistuneet täysin sopeutumaan IT-markkinan murrokseen.

Lähde: Inderes, yhtiöt ja Asiakastieto

*2014-2018, **2015-2019e ja *** EVRY itsenäisenä

Luvut sisältävät IFRS-16 muutoksen vuoden 2019 osalta

Strategia 1/2

Strategian ajurina on jatkuva muutos

Goforen tavoitteena on olla IT-markkinan kasvaviin alueisiin keskittyvä kasvuyhtiö. Goforen visiona on olla digitalisaation maineikkain muutoksen ajaja ja tekijä Suomessa sekä tunnustettu työkalttuurin uudistaja. Yhtiön missio on muuttaa maailmaa entistä paremmaksi digitalisaation keinoin ja työkalttuuria uudistamalla. Tulevaisuuden ennustamisen sijaan Goforen toiminta-ajatus perustuu enemmän jatkuvaan muutokseen ja toimintaympäristön muutoksiin reagointiin. Yhtiö ei siten strategiassaan ole erikoistunut tiettyihin osaamisalueisiin tai teknologioihin.

Gofore tarkensi vuonna 2018 strategiaan, jonka mukaisesti yhtiö pyrkii jatkossa, myös selvästi isommassa yritysryhmässä olemaan:

- 1) **Kehittyvä ja uudistumiskykyinen**, pysyvästi tulevaisuuden yhtiö niin asiakkaiden kuin myös työntekijöiden näkökulmasta.
- 2) **Vaikuttava ja vastuullinen** asiakkaille ja yhteiskunnalle.
- 3) **Kansainvälinen** ja kansainvälisesti merkityksellinen yhtiö. Yhtiö tavoittelee globaalisti toimivia asiakkaita ja haluaa kasvaa heidän mukanaan.
- 4) **Kasvava ja kannattava**, yhtiö tavoittelee kasvua organisaation ja yritysoston. Yhtiö uskoo pystyvänsä kasvamaan markkinaa nopeammin.

Tärkeimpänä menestystekijänä nelikohtaisen vision saavuttamisessa yhtiö näkee oman yrityskulttuurinsa, joka kannustaa itseohjautuvuuteen. Yhtiön johtamismalli perustuu matalaan ja ei-silomaiseen

organisaatorakenteeseen sekä tiedon läpinäkyvyyteen.

Gofore profiloituu selkeästi puhtaaksi huippuasiantuntijoiden palveluyhtiöksi, eli yhtiö pyrkii palkkaamaan parhaita asiantuntijoita ja tavoitteena ei ole laajentua tuoteliiketoimintaan. Tämä linkittyy yhteen yhtiön toiseen toimintaperiaatteeseen, joka on eettinen lähestymistapa. Kun yhtiöllä ei ole omia ohjelmistotuotteita tai jälleenmyyntiä, asiakas voi luottaa Goforen tavoittelevan asiakasarvoa tuotemyynnin sijaan. Goforen toimintaperiaatteisiin kuuluvat myös liiketoimintariskien minimointi, jatkuva muutos ja työkalttuurin jatkuva kehittäminen. Liiketoimintariskien minimointi tarkoittaa, ettei Gofore laajene projekteihin, joissa se joutuu kantamaan sen asiakkaan riskejä.

Keskeinen osa strategiaa on myös yhtiön oma Hohto++ -järjestelmä, jonka avulla yhtiö uskoo säilyttävänsä tehokkuuden ja ketteryyden myös yritysryhmään kasvaessa huomattavasti.

Kasvu- ja kannattavuustavoitteet

Gofore tavoittelee lähivuosina kohdemarkkinan kasvun ylittävää liikevaihdon kasvua ja 15 % EBITA-%:n tasoa. Yhtiö arvioi, että lähivuosina kohdemarkkina jatkaa selvästi yleistä talouskasvua sekä koko ICT-palvelusektoria voimakkaampaa kasvua, mutta se ei ylitä 10 % tasoa. Lisäksi yhtiö pyrkii jakamaan vuosittain vähintään 40 % nettotuloksesta osinkoina.

Kasvua yhtiö hakee sekä kotimaasta että kansainvälisesti ottamalla suuremman osuuden digitaalisen murroksen tarjoamasta markkinasta. Kasvu voi tapahtua organisaation tai yritysoston.

Strategian painopistealueisiin kuuluu yksityisen sektorin liiketoiminnan vahvistaminen. Tämä onkin yksi seuraamiamme edistyksiä seuraavan vuoden aikana, ja onnistuessaan yksityinen sektori toisen vahvemman kasvutukijalan. Yksityisellä sektorilla yhtiö on vahva tuotekehityksessä, mutta palveluliiketoiminnassa yhtiö näkee kehitettävää.

Palvelualueittain yhtiö on saanut tavoitellut puutteet täytettyä viimeisimmän Qentinel-yrityskaupan myötä. Yhtiö näkee maantieteellisen ja yksityisen sektorin vahvistukset potentiaalisina seuraavina investointikohteina. Strategisesti haasteena Goforella on IT-palvelusektorin muiden ”nuorten” yhtiöiden tavoin jatkuvan ylläpitoliiketoiminnan vähäisyys. Lisäksi yhtiöllä kulttuurillinen haaste on kyky puhutella yrityssektorin asiakkaita, sillä yhtiön geeniperimä on vahvasti julkishallinnon palvelemisessa.

Pidämme Goforelle vajaan 10 %:n orgaanista kasvua realistisena, mikä on selvästi viime vuosien yleistä IT-palvelumarkkinan 3-5 %:n kasvua nopeampaa. Liikevoittotavoitetta pidämme realistisena pitkällä aikavälillä, sillä yhtiöllä on hyvät näytöt tätä tasoa korkeammasta kannattavuudesta. Yhtiön liiketoimintamalli sitoo vähän pääomaa ja tuottaa vahvaa kassavirtaa, minkä ansiosta osinkovirta pysynee hyvällä tasolla.

Isossa kuvassa Goforen strategian suurin kysymys on kuinka yhtiö onnistuu monistamaan menestystään laajemmille markkinoille sekä hallitsemaan kasvuaan. Yhtiö kulkee jatkuvasti kohti tuntematonta kasvamalla nopeasti huomattavasti suurempaan kokoluokkaan, integroimalla yritysostoja sekä toiminnan kansainvälistyessä.

Strategia 2/2

Kansainvälistyminen

Goforen lähestyminen kansainvälistymiseen on hyvin opportunistinen. Yhtiöllä ei ole tarkkaa suunnitelmaa kansainvälistymisen suhteen, mutta kansainvälistyminen on keskeinen osa yhtiön nykyistä strategiatyötä. Kuinka paljon yhtiö painaa kaasua, on vielä tunnusteluasteella. Tähän mennessä kansainvälinen kasvu ei ole tarjonnut kasvuajuria yhtiölle. Yhtiö lopetti alkuvuodesta Ison-Britannian liiketoiminnan heikon kehityksen myötä. Yrityssostot ovat yksi mahdollinen reitti kiihdyttää kansainvälistä kasvua. Nykyisiä toimipisteitä on Saksassa, Italiassa, Espanjassa ja Virossa. Yhtiön tavoitteena on päästä palvelemaan kansainvälisiä brändejä ja kasvamaan näiden kanssa sekä palvelemaan asiakkaita haastavissa projekteissa. Tämä luonnollisesti vahvistaa yhtiön uskottavuutta sekä houkuttelevuutta työnantajana.

Maantieteellisesti Saksa vaikuttaa olevan painopistealue tällä hetkellä. Yhtiö vahvisti viime vuonna Saksan toimintojaan Mangodesign -yrityssostolla. Virossa Gofore on aloittanut toimintansa kaksi vuotta sitten ja yhtiö haluaa kasvaa siellä julkisen puolen asiakkaissa. Espanjan liiketoiminta ei ymmärryksemme mukaan ole lähtenyt liikkeelle toivotulla tavalla. Yhtiö on lähtenyt eri markkinoille pienin investoinnein ja kansainvälisiä toimintoja ei kasvateta raskaasti negatiivisella kassavirralla, mikä pienentää riskejä.

Yrityskaupat

Gofore kartoittaa sen strategiaa tukevia yrityssostokohteita arviomme mukaan ensisijaisesti Suomesta. Mahdolliset kansainväliset yrityssostot

ovat arviolta pieniä. Arviomme mukaan yrityskaupoille suurin kynnys on kulttuurillisen yhteensopivuuden löytäminen. Suuremman kokoluokan fuusiot ovat siten todennäköisesti poissuljettuja. Yhtiöllä alkaa jo olemaan kokemusta yrityskaupoista ja lisäksi ne ovat pääasiassa onnistuneet hyvin, mikä vähentää yritysjärjestelyihin liittyvää riskiä.

Yrityskaupoista Leadin-kauppa vaikutta sujueneen hyvin. Solinor-kaupassa oli yhtiöllä vaihtuvuushaasteita, mikä näkyi lyhyen tähtäimen kehityksessä. Silver Planet vaikuttaa myös olleen hyvä ostos. Saksasta hankittu Mangodesign on lähtenyt kehittymään hieman odotuksia hitaammin, mutta kokoluokaltaan kauppa oli hyvin pieni. Tuoreimmasta Qentinel-kaupasta vielä liian aikaista sanoa. Qentinel kaupan strateginen yhteensopivuus sekä yrityskaupan hinnoittelu näyttävät kuitenkin järkeviltä.

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

Leadin yrityssosto 2017

Liikevaihto	4,2
Käyttökate	0,5
EBITDA-%	13 %
Henkilöitä	~70

Solinor yrityssosto 2018

Liikevaihto	4,0
Käyttökate	0,5
EBITDA-%	13 %
Kauppahinta	4,0
EV/liikevaihto	1,0x
EV/käyttökate	7,7x
Henkilöitä	50

Silver Planet yrityssosto 2019

Liikevaihto	7,2
EBIT	1,8
EBIT-%	25 %
Kauppahinta	10,8
EV/liikevaihto	1,5x
EV/EBIT	6,0x
Henkilöitä noin	40

Mangodesign yrityssosto 2019

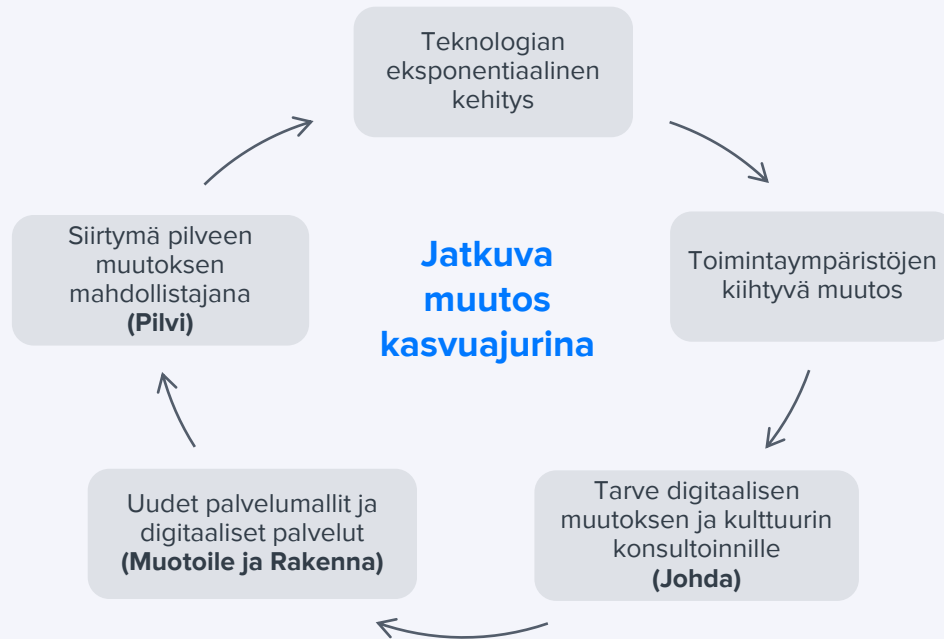
Liikevaihto	0,5
EBIT	0,1
Henkilöitä	12

Qentinel Finland yrityssosto 2020

Liikevaihto	12,0
EBIT	1,7
EBIT-%	14 %
Kauppahinta	8,9
EV/liikevaihto	0,7x
EV/EBIT	5,2x
Henkilöitä noin	100
Lisäkauppahinta	2
EV/liikevaihto	0,9x
EV/EBIT	6,4x

Lähde: Gofore ja Inderes

Strategia



Strategian toteutuksessa seurattavia asioita

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

Tyypillinen logiikka asiantuntijayritysten yrityskaupoissa



Historiallinen kehitys

Vahvaa ja kannattavaa kasvua vuosina 2009-2018

Gofore on kasvanut vuodesta 2009 lähtien voimakkaasti ja kannattavasti. Yhtiön liikevaihto on kasvanut vuodesta 2009 lähtien vajaat 50 % vuodessa. Kasvu on pääosin ollut orgaanista ja arvioimme orgaanisen kasvun olleen 42 %-yksikköä. Epäorgaaninen kasvu perustuu neljään yritysostoon vuosina 2017-2020.

Goforen kulurakenne on tyypillisen IT-palveluyhtiön näköinen. Liikevaihdosta hieman alle 60 % on henkilöstökuluja. Reilut 10 % liikevaihdosta on historiallisesti ollut materiaaleihin ja palveluihin liittyviä kuluja, joka on pääasiassa alihankintaa. Lisäksi reilu 15 % liikevaihdosta on liiketoiminnan muita kuluja, mikä on tyypillinen taso sektorilla.

Vahvasta liikevaihdon kasvusta huolimatta Goforen kannattavuus on pysynyt sektorinsa parhaalla tasolla ja EBITA-% on ollut keskimäärin 14 % vuosina 2009-2019. Tämä on yleisesti IT-palvelusektorin yhtiölle poikkeuksellista, sillä nopea rekrytointivauhti tyypillisesti rasittaa konsulttiliiketoiminnassa kannattavuutta. Taso selittyy arviomme mukaan vahvalla käyttöasteiden hallinnolla ja projektiriskien minimoinnilla. Ketterät toimijat ovat pystyneet korkeasta kasvusta huolimatta pitämään yllä vahvoja käyttöasteita, koska ne onnistuvat ajamaan uudet osaajat nopeasti sisään projekteihin ja asiakkuuksiin.

Gofore on vuodesta 2009 lähtien jakanut keskimäärin 54 % tuloksesta osinkoina. Yhtiö on joka vuosi kasvattanut osinkoa tai pitänyt sen edellisen vuoden tasolla.

Hyvä, mutta ailahteleva vuosi 2019

Vuosi 2019 oli Goforelle kasvun ja kannattavuuden osalta vuoristorataa heijastelleen IT-palvelumarkkinan erittäin suotuisan aikajakson tasaantumista. Yhtiö joutui tulosvaroittamaan kaksi kertaa, mutta koko vuoden luvut olivat sektoriin nähden edelleen vahvoja.

Liikevaihdon kasvu vuonna 2019 pysyi edelleen hyvin vahvana ja oli 27 % (2018: 49 %). Kasvusta arviomme mukaan noin 8 %-yksikköä oli orgaanista ja loput Solinor, Silver Planet ja Mangodesign yritysostoihin liittyvää epäorgaanista kasvua. Goforen henkilöstömäärä oli 582 henkilöä vuoden 2019 lopussa, jossa kasvua oli 87 henkilöä (yrityskauppojen kautta noin 50). Näin ollen viime vuosi oli yhtiöltä totuttuun tasoon nähden heikompi vuosi, mutta kuvastaa tiukentunutta rekrytointimarkkinaa. Maantieteellisesti katsottuna 9 % liikevaihdosta (2018: 11 %) tuli kansainvälisestä liiketoiminnasta ja loput 91 % Suomesta. Julkisen sektorin osuus liikevaihdosta oli 70 % (2018: 65 %) ja yksityisen sektorin loput 30 %.

Vuonna 2019 Goforen EBITA-% pysyi vertailukauden tasolla 13 %:ssa asiakasprojektien hitaan aktivoitumisen ja uusien käynnistymisen viivästymisen painamana.

Seuraamme yhtiössä liikearvopoistoista oikaistuja lukuja vertailukelpoisuuden nimissä. Yhtiö poisti FAS-kirjanpidon mukaisesti liikearvoa 1,9 MEUR vuonna 2019. Näin ollen vuoden 2019 raportoitu osakekohtainen tulos oli 0,33 euroa ja oikaistuna 0,47 euroa. Yhtiön jakoi 0,20 euron osakekohtaisen osingon vuodelta 2019 tai 63 % yhtiön tuloksesta (2018: 0,19 euroa tai 53 %

tuloksesta).

Tase on vahva ja mahdollistaa yritysostot

Gofore on vuodesta 2009 lähtien ollut 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 pitäneen vahvan nettokassan ja nettovelkaantumisen on ollut keskimäärin -69 % vuosina 2009-2019. Omavaraisuusaste on samana aikana ollut keskimäärin 55 %.

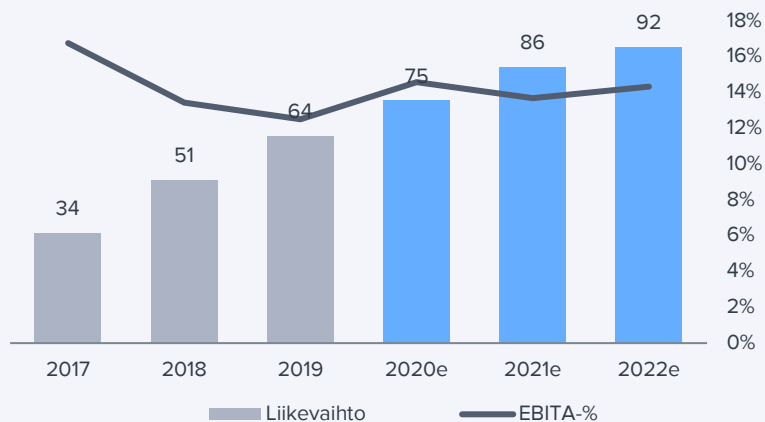
H1'20 lopussa yhtiöllä oli korollista vierasta pääomaa 5,1 MEUR ja kassaa 19,5 MEUR. Yhtiön omavaraisuusaste oli H1'20 lopussa 63 % (H1'19: 60 %) ja nettovelkaantumistaso -48 % (-27 %). Yhtiön tase on terveellä pohjalla johtuen terveestä liiketoiminnasta ja vakaasta rahavirrasta. Luvut ovat ennen käteisellä rahoitettua 8,9 MEUR:n Qentinel-yrityskauppaa.

Goforen taseen suurimpia omaisuuseriä ovat saamiset, kassa ja aineettomat hyödykkeet, jotka vastasivat 24 %, 39 % ja 34 % taseesta H1'20 lopussa. Aineettomat hyödykkeet koostuvat pääosin liikearvosta. Lisäksi liikearvo nousee vielä syksyllä johtuen Qentinel-kaupasta arviolta 7 MEUR:lla H1'20:n lopun 17 MEUR:sta. Liikearvo poistetaan 10 vuodessa eli arviolta noin 2,6 MEUR vuosittain.

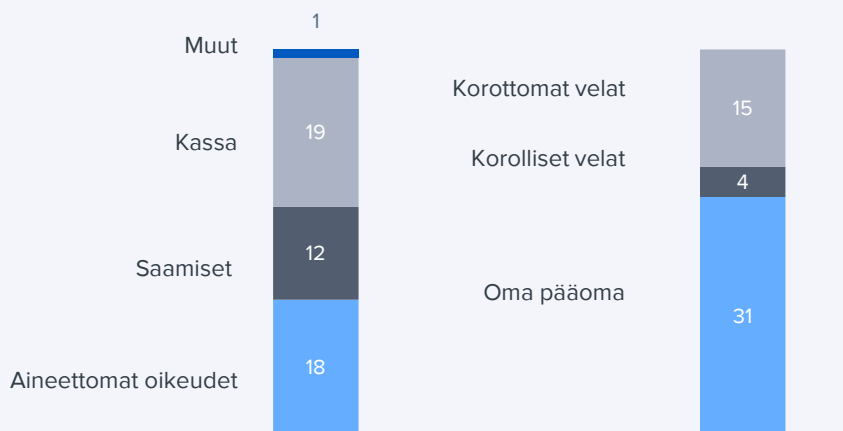
Goforen vapaan operatiivisen kassavirran ja käyttökatteen suhdeluku on ollut keskimäärin 94 % vuosina 2013-2019, mikä on erityisen hyvä taso voimakkaaseen kasvuun nähden.

Historiallinen kehitys

Liikevaihdon ja kannattavuuden kehitys



Tase H1'02 lopussa



Lyhennetty tuloslaskelma

	2015	2016	2017	2018	2019	2020e
Liikevaihto	12,4	18,6	34,0	50,6	64,1	75,2
Käyttökate (EBITDA)	1,6	2,7	5,8	7,0	8,2	10,4
EBITA (oik)	1,6	2,6	5,7	6,8	8,0	11,0
Liikevoitto (EBIT)	1,6	2,6	5,4	6,1	6,1	7,9
Tulos ennen veroja	1,5	2,6	4,2	6,1	6,0	7,8
Nettotulos	1,2	2,1	3,3	4,7	4,4	5,8
Osakekohtainen tulos	0,1	0,2	0,37	0,42	0,47	0,63
Vapaa kassavirta	1,0	1,7	5,1	2,4	0,8	1,7

Avainluvut

	2015	2016	2017	2018	2019	2020e
Liikevaihdon kasvu-%	35 %	50 %	82 %	49 %	27 %	17 %
Käyttökate-%	12,9 %	14,5 %	17,1 %	13,8 %	12,8 %	13,9 %
EBITA-%	12,5 %	14,1 %	16,8 %	13,4 %	12,5 %	14,6 %
Liikevoitto-%	12,5 %	14,1 %	15,8 %	12,0 %	9,5 %	10,6 %
ROE-%	57 %	63 %	30 %	24 %	17 %	18 %
ROI-%	67 %	76 %	40 %	25 %	19 %	20 %
Omavaraisuusaste	50 %	54 %	61 %	64 %	65 %	59 %
Nettovelkaantumisaste	-91 %	-86 %	-44 %	-44 %	-49 %	-42 %

Osakelukuja

	2015	2016	2017	2018	2019	2020e
EPS (oikaistu)	0,12	0,20	0,37	0,42	0,47	0,63
Kassavirta / osake	0,10	0,17	0,39	0,19	0,06	0,12
Osinko / osake	0,04	0,08	0,15	0,19	0,20	0,25
Omapääoma / osake	0,24	0,39	1,38	1,69	2,32	2,46

Lähde: Inderes

Ennusteet ja arvonnääritys 1/4

Ennusteajurit

Ennustamme Goforen liikevaihtoa pääasiassa henkilökunnan kokonaiskapasiteetin (oma henkilökunta ja alihankinta) muutoksen kautta, koska yhtiön liikevaihto on vahvasti riippuvainen osaajakapasiteetista. Kulurakenteessa suurin kuluerä on myös henkilöstökulut, joka on suoraan sidonnainen oman henkilöstömäärän muutoksiin 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 Hohto++ -järjestelmän kehitykseen, eikä näitä kehitysmenoja aktivoida taseeseen, mikä painaa lievästi 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 on ohjeistanut liikevaihdon kasvavan 70-76 MEUR:oon (kasvu 9-19 %) vuonna 2020. Ennustamme Goforen liikevaihdon kasvavan 17 % 75 MEUR:oon (2019: 64 MEUR) ja liikevaihdon näin olevan ohjeistushaarukan yläreunassa. Kasvua vauhdittaa yritysostot arviolta noin 8 %-yksiköllä ja näin ennustamme orgaanisen kasvun olevan markkinaolosuhteet huomioiden hyvä 9 %. Ennusteemme olettaa Goforen henkilöstömäärän kasvavan viime vuoden lopusta 143 henkilöllä 725

henkilöön vuoden 2020 loppuun mennessä. Lisäksi yhtiö käyttää alihankintaa, jonka ennustamme pysyvän noin 60 henkilön tasolla H2'20:lla.

Ennustamme EBITA-%:n paranevan yhtiölle heikosta 12,5 %:sta vuonna 2019 14,6 %:iin vuonna 2020. Kannattavuusparannusta ajaa yhtiön vahva suoritus vaikeassa markkinassa ja hyvin joustonut kulurakenne. Yhtiö poistaa FAS-kirjanpidon mukaisesti liikearvoa taseestaan, joten liikearvopoistojen oikaisu on vertailukelpoisuuden näkökulmasta perusteltua kun tarkastellaan liikevoittoa. Odotamme liikearvopoistojen olevan 2,3 MEUR vuonna 2020. Lisäksi tulosta painaa kertaluonteiset Ison-Britannian liiketoiminnan lopettamiseen liittyvät 0,7 MEUR:n kulut. Näin ollen ennustamme oikaistun osakekohtaisen tuloksen kasvavan vahvat 35 % 0,63 euroon vuonna 2020. Raportoitu osakekohtainen tulosennusteemme kuluvalle vuodelle on 0,42 euroa (2019: 0,33). Arvioimme yhtiön nostavan osinkoaan 5 sentillä 0,25 euroon osakkeelta.

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 %:n EBITA-marginaalin mukaisesti ja yhtiö pystyy liiketoiminnan hyvän ennustettavuuden myötä suhteellisen tarkasti toimimaan tämän mukaisesti. Näin ollen emme näe syytä odottaa yhtiön poikkeavan suuresti tavoitetasostaan vuositasolla tarkastellessa. Yrityskauppojen integraatiot voivat hetkellisesti

aiheuttaa epäjatkuvuutta yhtiön tekemiseen ja painaa kannattavuutta. Näemme kuitenkin Goforen olevan kilpailullisesti hyvässä asemassa niin osajien saatavuuden kuin hinnoitteluvoiman suhteen. Lisäksi yhtiöllä alkaa olemaan hyvää kokemusta yrityskauppojen integraatioista ja sen myötä valmiimpi uusien kauppojen integroinnissa.

Nostimme tässä raportissa aikaisempia varovaisia vuosien 2021-22 ennusteita 3-5 %. Vuonna 2021 ennustamme liikevaihdon kasvavan 17 % Qentinel-kaupan tukemana (10 %-yksikköä). Orgaaninen 7 %:n kasvuennusteemme on siinä mielessä edelleen varovainen, että se olettaa vajaan 40 henkilön rekrytoinnit vuonna 2021 (2020e reilu 50) jonka vaikutus liikevaihtoon on noin 3 %-yksikköä. Lisäksi ennusteemme sisältää 1 %:n laskutusasteen tai laskutushinnan nousun. Oikaistun EBITA- %:n ennustamme laskevan 13,7 %:iin (2020e 14,6 %) koronan jälkeen osittain palautuvan kulurakenteen nousun ajamana.

Vuosina 2022-2023 ennustamme liikevaihdon kasvavan 7 % ja EBITA-%:n pysyvän reilussa 14 %:ssa. Ennusteemme liikevaihdolle ovat linjassa yhtiön pitkän aikavälin tavoitteiden kanssa ja hienoisesti alle 15 %:n EBITA-tavoitteen. Odotamme näin reilun 10 %:n keskimääräistä tuloskasvua liikevaihdon ja kannattavuuden tukemana vuosina 2021-2023. Yhtiön tuloskasvu on vahvasti liikevaihdon kasvun varassa, sillä nykyisissä kannattavuusmarginaaleissa (EBITA-% 15 %) on rajallisesti nousuvaraa.

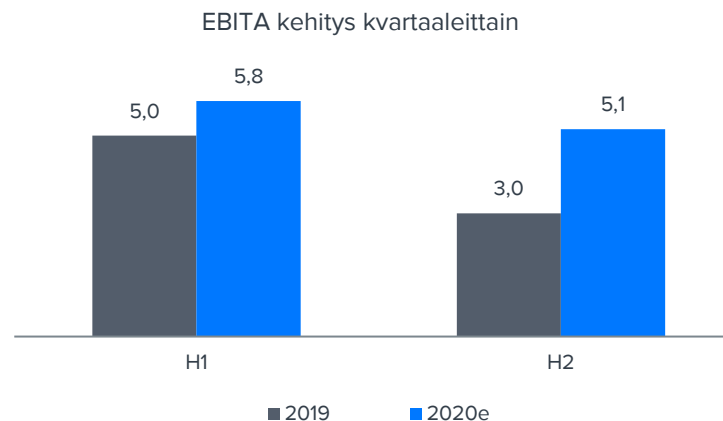
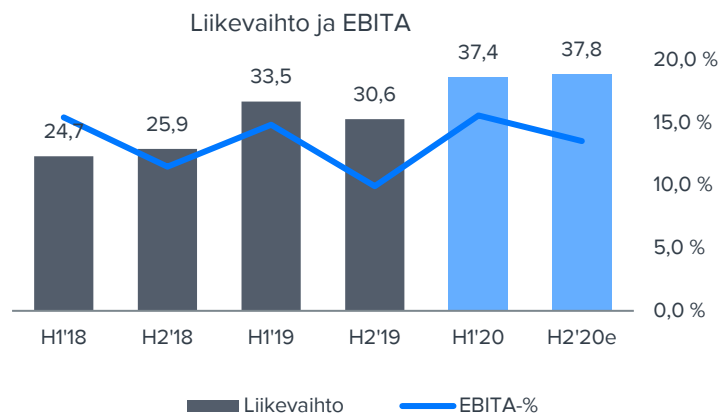
Arvioimme yhtiön maksavan osinkoa 50-60 % osakekohtaisesta tuloksesta ja ennusteemme vastaa 3-4 %:n osinkotuottoa.

Kvartaaliennusteet

Tuloslaskelma	H1'18	H2'18	2018	H1'19	H2'19	2019	H1'20	H2'20e	2020e	2021e	2022e	2023e
Liikevaihto	24,7	25,9	50,6	33,5	30,6	64,1	37,4	37,8	75,2	88,1	94,2	101
Käyttökate	3,9	3,0	7,0	5,1	3,2	8,2	5,2	5,2	10,4	12,3	13,7	14,7
EBITA (oik.)	3,8	3,0	6,8	5,0	3,0	8,0	5,8	5,1	11,0	12,1	13,4	14,4
Liikevoitto	3,5	2,6	6,1	4,1	2,0	6,1	4,0	3,9	7,9	9,5	10,8	11,8
Nettorahoituskulut	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,1	0,0	-0,1	-0,1	-0,2	-0,1	-0,1
Tulos ennen veroja	3,5	2,5	6,1	4,1	2,0	6,0	4,0	3,8	7,8	9,3	10,7	11,7
Verot	-0,8	-0,6	-1,4	-1,0	-0,6	-1,6	-1,2	-0,8	-2,0	-1,9	-2,1	-2,3
Nettotulos	2,8	2,0	4,7	3,1	1,4	4,4	2,8	3,1	5,8	7,4	8,6	9,3
EPS (oikaistu)	0,23	0,18	0,42	0,29	0,18	0,47	0,33	0,31	0,63	0,71	0,80	0,85
EPS (raportoitu)	0,21	0,15	0,36	0,23	0,10	0,33	0,20	0,22	0,42	0,53	0,61	0,67

Tunnusluvut	H1'18	H2'18	2018	H1'19	H2'19	2019	H1'20	H2'20e	2020e	2021e	2022e	2023e
Liikevaihdon kasvu-%	71,9 %	32,2 %	49,0 %	35,5 %	18,2 %	26,7 %	11,7 %	23,5 %	17,3 %	17,1 %	7,0 %	7,0 %
EBITA kasvu-%	49,9 %	-5,2 %	19,4 %	30,3 %	2,3 %	18,0 %	17,3 %	68,4 %	36,7 %	10,0 %	11,4 %	7,1 %
Käyttökate-%	15,9 %	11,8 %	13,8 %	15,1 %	10,3 %	12,8 %	13,9 %	13,8 %	13,9 %	14,0 %	14,6 %	14,6 %
EBITA-%	15,5 %	11,5 %	13,4 %	14,9 %	10,0 %	12,5 %	15,6 %	13,6 %	14,6 %	13,7 %	14,3 %	14,3 %
Nettotulos-%	11,1 %	7,7 %	9,4 %	9,2 %	4,4 %	6,9 %	7,4 %	8,1 %	7,8 %	8,4 %	9,1 %	9,3 %

Lähde: Inderes



Ennusteet ja arvonmääritys 2/4

Pitkän aikavälin ennusteet

Pitkällä aikavälillä odotamme kasvun asteittain hidastuvan 4 %:iin ja olevan 2 % ikuisuusoletuksessa. Odotamme myös liikevoitto-%:n laskevan kohti sektorin keskimääräistä tasoa ja olevan 9 % vuonna 2028 ja ikuisuusoletuksessa. Painotamme Goforen arvonmäärityksessä kuitenkin enemmän lyhyen ja keskipitkän aikavälin ennusteita pitkän aikavälin DCF-kassavirta-analyysin sijaan.

Sijoitusnäkemys - vahva orgaaninen ja epäorgaaninen tuloskasvu osakkeen ajureina

Gofore profiloituu sijoittajille teknologiasektorin kannattavan kasvun palveluyhtiönä, jossa on maltillinen riskitaso yhdistettynä kasvuhakuisuuteen.

Gofore on kasvulla ja kannattavuudella mitattuna selkeästi sektorin parhaimmista. Yhtiön kasvu perustuu omiin rekrytointeihin, alihankinnan ja yrityskauppojen vetämään kasvuun. Arviomme mukaan Goforen osakkeen arvonmuodostus tulee pääasiassa perustumaan orgaanisen- ja epäorgaanisen liikevaihdon kasvun tuomaan tuloskasvuun. Orgaanisen kasvun kannalta yhtiön on onnistuttava pitämään työnantajaimago vahvana, jotta yhtiö on myös jatkossa yksi voittajista rekrytointimarkkinalla, mitä ensimmäisen vuosipuoliskon vahvat nettorekrytointiluvut kuvaavat. Goforen liikevaihdosta verrattain suuri osa tulee neuvonantopalveluista, mikä erottaa yhtiön profiilia muihin puhtaampiin ohjelmistokehitystaloihin. Yhtiö on viimeisen parin vuoden aikana tehnyt 5 yritysostoa, mitkä ovat

isossa kuvassa olleet onnistuneita. Yhtiön tase on myös Qentinel kaupan jälkeen edelleen vahva (2020e: omavaraisuusaste 60 % ja vahva 14 MEUR:n nettokassapositio), ja arviomme mukaan yritysostot ovat osa yhtiön strategiaa jatkossakin.

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.
- Yhtiö on tehnyt onnistuneesti yritysjärjestelyjä tukeakseen kasvua
- Sektorin parhaimpiin lukeutuva kannattavuus, jota ajaa matala itseohjautuva organisaatorakenne, oma tehokas toiminnanohjausjärjestelmä Hohto++ 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.

- 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:

- Koronapandemian vaikutukset voivat vaikuttaa ennustettua voimakkaammin asiakaskysyntään.
- Yhtiön projektiluonteisen liiketoimintamallin jatkuvuus on heikko.
- Yhtiö on edelleen kohtalaisen riippuvainen suurimmista asiakkaistaan (5 suurinta >40 % liikevaihdosta).
- Henkilöstön ja vahvan työntekijäimagon säilyttäminen, rekrytointinopeus ja palkkainflaatio.
- Yrityskauppojen integraatioon ja kansainvälistymiseen liittyvät riskit, jotka realisoitui osittain Solinor-kaupassa vaihtuvuuden myötä ja Iso-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.

Ennusteet ja arvonmääritys 3/4

Osakkeen tuotto-odotuksen komponentit

Tarkastelemme Goforen osakkeen tuotto-odotusta tuloskasvun, osinkotuoton ja hyväksytyin arvostuskertoimen näkökulmasta. Arviomme mukaan yhtiöllä on lähivuosina edellytykset reilun 10 %:n vuotuisen tuloskasvuun (vuoden 2020e tasoon nähden) liikevaihdon kasvun vetämänä. Varovaisilla ohjeistuksen (vähintään 40 % tuloksesta) alalaidalla olevilla osinkoennusteillamme osinkotuotto on 3-4 %:n tasolla. Yhtiön vahva rahavirta antaa hyvät edellytykset suhteellisen korkeaan voitonjakoon, mutta arvioimme yhtiön edelleen pyrkivän myös epäorganiseen kasvuun ja tästä johtuen osinkoennusteemme ovat matalat. Lisäksi näemme Goforen lähivuosien arvostuskertoimissa selvää nousuvaraa yhtiön jatkaessa vahvaa kannattavaa kasvua. Siten arvioimme tulos pohjaisen aliarvostuksen kaventuvan ja markkinan hyväksyvän yhtiölle nykyistä (2020e) 9x EV/EBIT-kerrointa korkeamman arvostuksen lähivuosina. Näin ollen osakkeen tuotto-odotus muodostuu osinkotuotosta, tuloskasvusta sekä arvostuskertoimien noususta 15-20 %:n tasolle. Arviomme mukaan tuotto-odotus on hyvin kilpailukykyinen ja houkutteleva yhtiön vakaa ja vahva tuloskasvu huomioiden.

DCF-analyysi

DCF-mallimme velaton arvo (EV) Goforelle on 150 miljoona euroa, mikä vastaa 11,6 euron osakekohtaista arvoa. Malli olettaa yhtiön organisen kasvun laskevan 9 %:sta vuonna 2020 asteittain 7 %:iin vuonna 2024 ja oikaistun

liikevoitto-%:n (EBITA-%) pysyvän noin 14 %:ssa samalla jaksolla. Tämän jälkeen yhtiön kasvu laskee edelleen ja tasaantuu 4 %:n (2,5 % ikuisuusoletuksessa) tuntumaan ja liikevoitto-% laskee noin 9 %:iin vuonna 2027. Ikuisuusoletuksen painoarvo arvonmäärityksessä on 57 %. Käyttämämme diskonttaus korko (WACC) on 8,2 %.

Vertailuryhmä

Käytämme Goforen vertailuryhmänä Suomessa ja Pohjoismaissa listattuja IT-palveluyhtiöitä. Sijoitusprofiililtaan yhtiölle lähimpiä verrokkeja Suomessa ovat Siili ja Vincit sekä Ruotsissa HiQ (Triton tehnyt ostotarjouksen). Erottavat tekijät edellä mainittuihin liittyvät näkemyksemme mukaan palvelualueisiin kuten neuvonantopalvelut, asiakaskuntaan ja sen kokoluokkaan sekä liiketoiminta- ja toimitusmalleihin. Näillä kaikilla myös lähestymistapa markkinaan on hieman erilainen. Erottavia ominaisuuksia olemme listanneet sivulla 39.

IT-palvelusektorin arvostustasot ovat nousseet viime vuosien aikana osittain piristyneen kysyntänäköymien sekä osittain yrityskauppojen vetämänä. Tänä vuonna korona on nostanut tummia pilviä taivaalle, mutta yhtiöt ovat laaja-alaisesti navigoineet hyvin läpi epävarmuuden hyvin kannattavuuksiin. Korona on myös avannut rohkeille hyvän paikan rekrytoida ja varautua kasvumarkkinaan vahvempaan paluuseen.

Yleisesti pidämme IT-palveluyhtiöitä sektorina nyt

houkuttelevampana kun useampaan vuoteen, johtuen juuri sektorin laaja-alaisesta vahvasta suorittamisesta ja hyvistä kysyntäfundamenteista lähivuosille. Yhtiöiden väliset erot ovat operatiivisesti ainakin hetkellisesti kaventuneet, vaikka yhtiöiden strategiat ja asiakasmixit ovat edelleen erilaisia. Tämä voi kuvastaa osittain sitä että IT-markkinan kysyntä on nyt parempaa läpi sektorin. Murroksesta aikaisemmin kärsineet yhtiöt tai heikomman tuloksen yhtiöt (kuten Innofactor, Digia ja Solteq) ovat alkaneet tai ovat jo pidemmän aikaa osoittaneet hyvää tuloskäännettä. Hinnoittelu on samalla perustellusti noussut selvästi alle 1x EV/liikevaihto-tasolta noin 1x tasolle. Näiden yhtiöiden jatkuvan liiketoiminnan tuomat vahvuudet nousevat nykyisessä markkinassa vahvemmin esille. Vastaavasti esimerkiksi Goforen, Vincitin ja HiQ:n suhteelliset arvostukset ovat edelleen huomattavasti korkeammalla jopa noin 1,5x EV/liikevaihto -kertoimen tasolla, joka kuvaa yhtiöiden parempaa kannattavuutta ja kasvua sekä voimakasta tuloskasvua, jonka kestävyys on kuitenkin haastavampaa nykyisessä markkinaympäristössä.

Ennusteet ja arvonmääritys 4/4

Arvostuskertoimiin pohjautuva arvostus

Goforea voi tällä hetkellä hyvin seurata kaikkien tuloskasvumittareiden kautta. Yhtiön vahvan taseen myötä suosimme EV/EBIT-kerrointa.

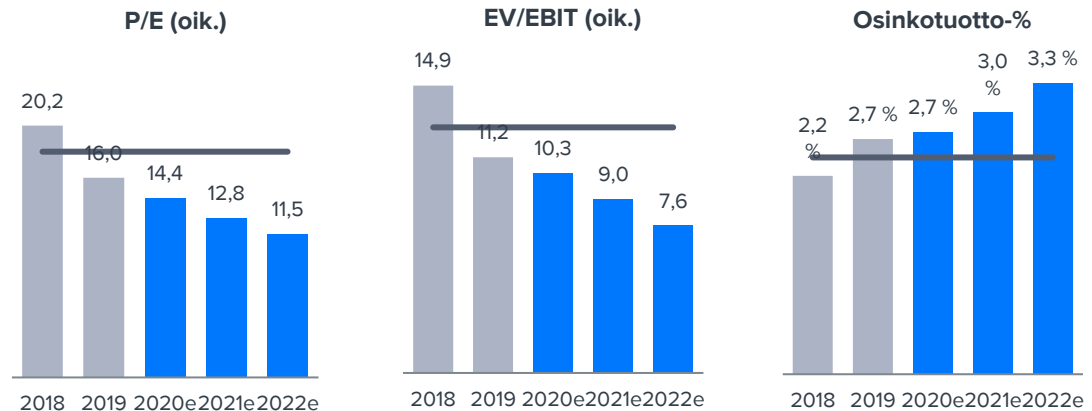
Vertailukelpoisuuden näkökulmasta oikaisemme tuloksesta liikearvopoistot (EBITA). Käytämme tällä hetkellä vuoden 2021 kertoimia, koska tämä helpottaa kertoimien tulkintaa, kun ne huomioivat koko Qentinel-kaupan.

EV/EBIT-kerroin vuodelle 2021 on 9x, mikä on noin 37 % alle verrokkien ja arvostusta voidaan pitää hyvin houkuttelevana. Vuoden 2021 P/E-kerroin on vastaavasti 13x tai noin 18 % alle verrokkien, mikä myös on houkutteleva taso, erityisesti huomioiden hyvä tuloskasvunäkymä ja vahva tase.

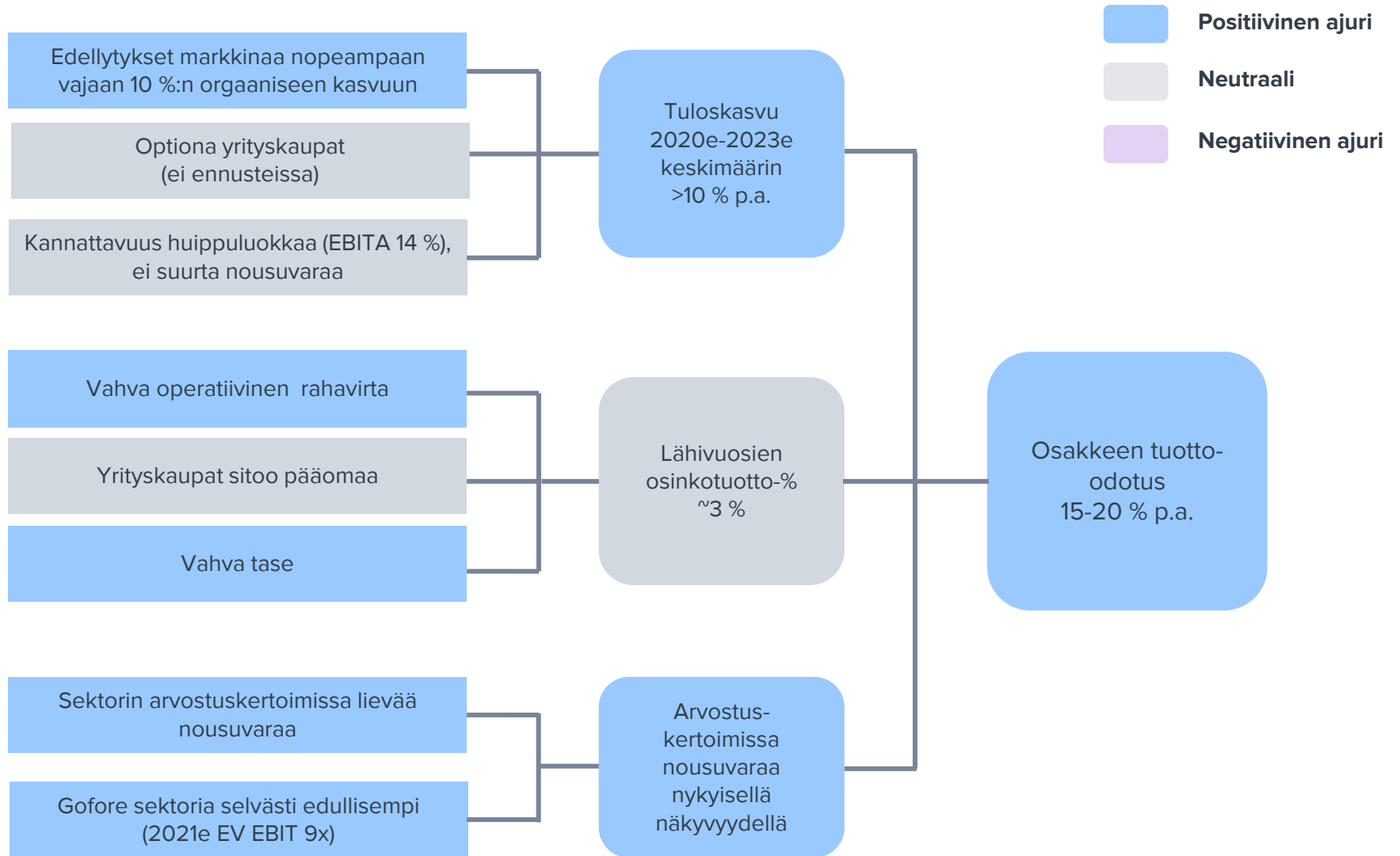
Tavoitehintamme vastaavat liikearvopoistoista oikaistut P/E- ja EV/EBIT-kertoimet vuodelle 2021 ovat 11x ja 15x ja vuodelle 2022e ovat edelleen 22 % ja 1 % alle verrokkien tason, mitä pidämme hyvin houkuttelevana huomioiden sektoria nopeampi tuloskasvu.

Arvostustaso	2018	2019	2020e	2021e	2022e	2023e
Osakekurssi	8,45	7,50	9,12	9,12	9,12	9,12
Osakemäärä, milj. kpl	13,0	13,6	14,0	14,0	14,0	14,0
Markkina-arvo	111	105	128	128	128	128
Yritysarvo (EV)	101	90	113	109	102	95
P/E (oik.)	20,2	16,0	14,4	12,8	11,5	10,8
P/E	23,2	22,9	21,7	17,1	14,9	13,7
P/Kassavirta	46,0	>100	74,5	15,5	11,8	11,0
P/B	5,0	3,3	3,7	3,3	3,0	2,6
P/S	2,2	1,6	1,7	1,5	1,4	1,3
EV/Liikevaihto	2,0	1,4	1,5	1,2	1,1	0,9
EV/EBITDA (oik.)	14,5	10,9	10,9	8,8	7,5	6,5
EV/EBIT (oik.)	14,9	11,2	10,3	9,0	7,6	6,6
Osinko/tulos (%)	52,7 %	63,1 %	59,6 %	50,5 %	49,0 %	52,5 %
Osinkotuotto-%	2,2 %	2,7 %	2,7 %	3,0 %	3,3 %	3,8 %

Lähde: Inderes



Osaketuoton ajurit 2020e-2023e



Vertailuryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Osakekurssi	Markkina-arvo MEUR	Yritysarvo MEUR	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%	
				2020e	2021e	2020e	2021e	2020e	2021e	2020e	2021e	2020e	2021e
Solteq	1,48	29	54	10,9	12,1	5,7	5,4	0,9	0,9	14,1	12,9	2,7	3,4
Innofactor	1,22	46	57	18,9	14,2	7,6	7,1	0,9	0,8	15,3	12,2		
Nixu	8,98	67	69		46,1	46,1	19,8	1,3	1,2		78,1		0,2
Bouvet	598,00	585	567	20,9	18,4	16,9	15,0	2,5	2,2	27,9	24,5	3,8	3,3
Digia	5,88	158	169	14,4	13,3	9,7	9,3	1,2	1,1	16,9	15,5	1,9	2,3
Knowit	211,00	394	376	12,8	10,7	9,9	8,6	1,2	1,1	17,6	15,2	2,4	3,3
Enea	191,00	400	419	26,7	19,1	17,4	13,1	4,7	4,0	30,5	22,0		1,3
TietoEVRY	25,12	2975	3961	14,4	11,7	9,8	8,3	1,4	1,4	13,6	11,5	4,9	5,2
HIQ	70,40	381	358	19,3	17,0	15,7	14,1	2,1	2,0	26,7	23,4	3,8	4,3
Vincit	5,52	67	60	12,0	12,0	8,6	8,6	1,1	1,0	13,5	12,8	2,5	2,7
Siili	11,05	77	69	13,8	10,6	7,6	6,6	0,8	0,7	15,9	12,1	3,2	4,2
Bilot	6,72	25		38,8	14,6	23,4	9,5	0,9	0,8	32,0	15,6	2,1	2,2
Gofore (Inderes)	9,12	128	113	10,3	9,0	10,9	8,8	1,5	1,2	14,4	12,8	2,7	3,0
Keskiarvo (kaikki)				21,8	18,9	17,0	12,7	2,5	2,2	24,4	24,0	2,8	2,8
Mediaani (kaikki)				18,9	14,4	12,8	9,4	1,2	1,2	17,6	15,6	2,6	3,0
Erotus-% vrt. mediaani (kaikki)				-45 %	-37 %	-15 %	-6 %	21 %	7 %	-18 %	-18 %	5 %	-2 %
Mediaani (HIQ, Vincit, Siili)				13,8	12,0	8,6	8,6	1,1	1,0	15,9	12,8	3,2	4,2
Erotus-% vrt. mediaani (HIQ, Vincit, Siili)				-25 %	-25 %	27 %	3 %	36 %	19 %	-9 %	0 %	-15 %	-30 %

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

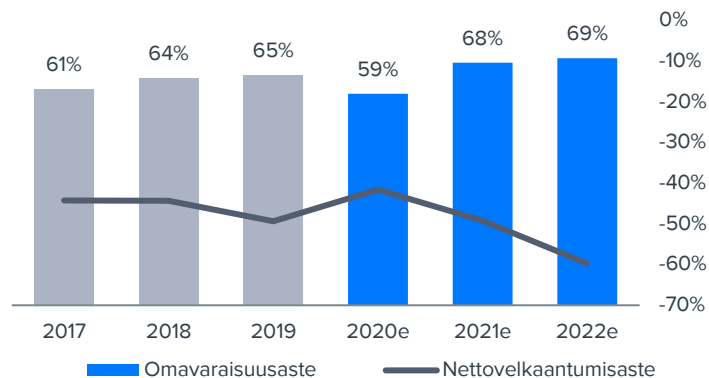
Tase

Vastaavaa	2018	2019	2020e	2021e	2022e
Pysyvät vastaavat	9,2	19,0	17,2	15,1	12,9
Liikearvo	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Aineettomat hyödykkeet	8,6	18,5	16,5	14,3	12,1
Käyttöomaisuus	0,5	0,5	0,6	0,7	0,8
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut sijoitukset	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Muut pitkäaikaiset varat	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Laskennalliset verosaamiset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Vaihtuvat vastaavat	25,3	31,4	36,4	36,9	44,9
Vaihto-omaisuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut lyhytaikaiset varat	2,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Myyntisaamiset	9,9	10,1	15,0	15,0	16,0
Likvidit varat	13,4	21,4	21,3	21,9	28,9
Taseen loppusumma	34,5	50,4	58,1	56,5	62,3

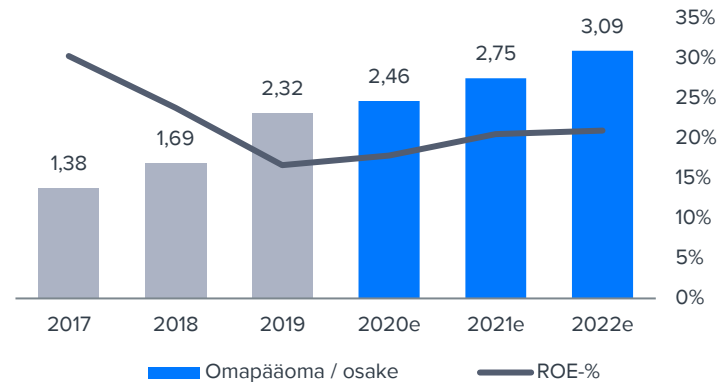
Lähde: Inderes

Vastattavaa	2018	2019	2020e	2021e	2022e
Oma pääoma	22,0	31,5	34,5	38,5	43,3
Osakepääoma	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Kertyneet voittovarot	9,1	11,0	14,1	18,1	22,9
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	12,9	20,3	20,3	20,3	20,3
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pitkäaikaiset velat	3,1	4,6	4,0	3,0	3,0
Laskennalliset verovelat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lainat rahoituslaitoksilta	2,6	4,5	4,0	3,0	3,0
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,5	0,1	0,0	0,0	0,0
Lyhytaikaiset velat	9,4	14,4	19,5	15,0	16,0
Lainat rahoituslaitoksilta	1,1	1,4	3,0	0,0	0,0
Lyhytaikaiset korottomat velat	8,3	11,2	16,5	15,0	16,0
Muut lyhytaikaiset velat	0,0	1,7	0,0	0,0	0,0
Taseen loppusumma	34,5	50,4	58,1	56,5	62,3

Taseen avainlukujen kehitys



Oma pääoma / osake ja ROE-%



DCF-malli

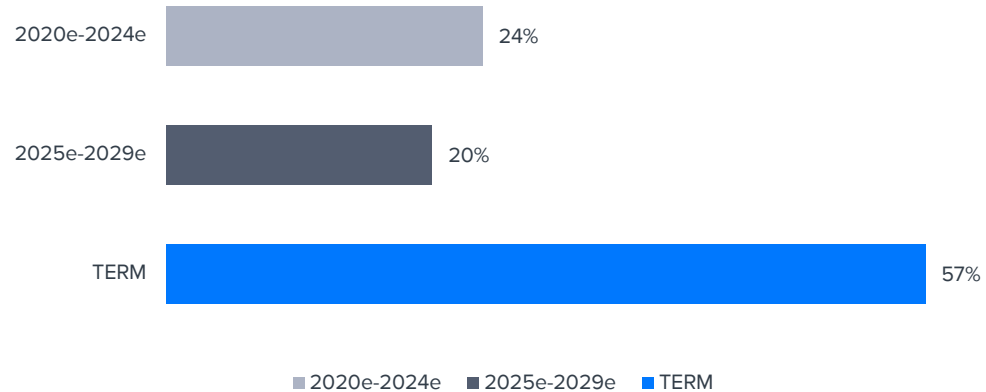
DCF-laskelma	2019	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	TERM
Liikevoitto	6,1	8,0	9,6	10,8	11,8	11,9	11,4	10,8	11,2	11,7	12,0	
+ Kokonaispoistot	2,1	2,4	2,8	2,8	2,8	2,8	2,8	2,8	2,4	1,0	0,9	
- Maksetut verot	-1,6	-2,0	-1,9	-2,1	-2,3	-2,3	-2,3	-2,1	-2,2	-2,3	-2,4	
- verot rahoituskuluista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
+ verot rahoitustuotoista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Käyttöpääoman muutokset	6,4	-1,4	-1,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Operatiivinen kassavirta	13,0	7,0	8,9	11,5	12,2	12,3	12,0	11,5	11,3	10,4	10,5	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	-0,4	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoninvestoinnit	-11,9	-5,1	-0,7	-0,6	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7	
Vapaa operatiivinen kassavirta	0,8	1,7	8,2	10,8	11,6	11,6	11,3	10,8	10,7	9,7	9,8	
+/- Muut	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	0,8	1,7	8,2	10,8	11,6	11,6	11,3	10,8	10,7	9,7	9,8	176
Diskontattu vapaa kassavirta		1,7	7,4	9,0	8,9	8,3	7,4	6,6	6,0	5,0	4,7	84,7
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		150	148	141	132	123	114	107	100	94,4	89,4	84,7
Velaton arvo DCF		150										
- Korolliset velat		-5,9										
+ Rahavarat		21,4										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		-2,8										
Oman pääoman arvo DCF		162										
Oman pääoman arvo DCF per osake		11,6										

Pääoman kustannus (wacc)

Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	20,0 %
Vieraan pääoman kustannus	5,0 %
Yrityksen Beta	1,10
Markkinoiden riski-premio	4,75 %
Likviditeettipremio	1,00 %
Riskitön korko	3,0 %
Oman pääoman kustannus	9,2 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	8,2 %

Lähde: Inderes

Rahavirran jakauma jaksoittain



Goforen erot lähimpiin listattuihin verrokkeihin

	GOFORE	VINCIT	siili_
Profiili / lähestymiskulma markkinaan	Digitaalisen muutoksen johtaminen ja toteutus	Ohjelmistokehityksen huippuasiantuntija, vahva teknologiaosaaja	Ohjelmistokehityksen, datan ja designin yhdistäminen, kyky toimittaa laajoja kokonaisuuksia. Portfolioyrityksissä itsenäisiä kasvuliiketoimintoja.
Ydinpalvelualueet	Ohjelmistojen kehittämisen palvelut Digitalisaation neuvonantopalvelut Laadunvarmistuksen palvelut	Palvelumuotoilu Digitaalisten palveluiden kehitys Ohjelmistoylläpito	Design Data ja analytiikka Digitaalisten palveluiden kehitys Integraatio
Asiakaskunta	Julkishallinto 70 % TOP5 44 % liikevaihdosta (2019)	Hajautunut, useat eri kokoluokat Julkishallinnon rooli pieni Ei raportoi jakaumaa	Painottuu suuryrityksiin Julkishallinnon rooli pieni
Kansainvälistyminen	Kokeileva, pienin askelin ja hallituin riskein Saksa, Italia, Espanja, Viro 11 % liikevaihdosta	Kokeileva, pienin askelin ja hallituin riskein Yhdysvallat 11 % liikevaihdosta	Lean start-up -lähestyminen Saksa ja Yhdysvallat Autoteollisuus kohderyhmänä 9 % liikevaihdosta
Liiketoimintamalli	Puhdas asiantuntijayritys, vahvasti tuntilaskutukseen painottuvaa myyntiä	Pääosin tuntilaskutusta Ylläpitosopimusten rooli kasvussa Omien tuotteiden rooli kasvussa	Tuntilaskutus, mutta projektitoimitusten rooli kasvussa
Pitkän aikavälin kasvu- ja kannattavuus-tavoitteet	~vajaan 10 %:n vuotuinen kasvu 15 % EBITA-%	Ei julkaise tavoitteita	>10 % orgaaninen kasvu 10 % EBITA-%
Vuoden 2020 tavoitteet	Liikevaihto 70-76 MEUR (2019: 64 MEUR)	Liikevaihto ja oikaistu liikevoitto kasvaa vuonna 2020	Yhtiö perui keväällä toistaiseksi taloudellisen ohjeistuksensa vuodelle 2020 korona-pandemian vuoksi.
Alueellinen painopiste	Tampere Helsinki Turku Jyväskylä	Tampere Helsinki Turku Oulu	Helsinki Oulu Puolassa nearshore-yksikkö
Henkilöstö H1'20	610	482	701

IT-palvelusektorin yrityskauppoja

IT-palvelusektorin yrityskauppoja Pohjoismaissa

Päivämäärä	Ostaja	Kohde	Liikevaihto MEUR	EBITDA MEUR	EBITDA-%	Henkilöstö	EV MEUR	EV/Sales	EV/EBITDA
elo.20	Triton	Hiq	~180	~25	14 %	1500	~340	1,9x	13,6x
elo.20	Bilot	CastorIT	7,3	0,9	12 %	60	8,8	1,2x	10x
elo.20	Gofore	Qentinel	12,0	1,7	14 %	100	8,9-10,9	~0,9x	~6,4x
elo.20	Pinja (Protacon)	PiiMega							
marras.19	Solita	Ferrologic	13,1			100			
marras.19	Fellowmind	eCraft ja Orango							
kesä.19	Tieto	Evry	1290	180	14 %	9400		1,4x	9x
kesä.19	Digia	Accountor Enterprise Solutions	12,7	0,8		114	9,0	0,7x	6x
touko.19	Eficode	Praqma (SE, NO, DK)	5,5			46			
maalis.19	Nixu	Ezenta (DK)	8,8					0,7x-0,9x	
maalis.19	Nixu	Vesper Group (SE)	2					1,0	
maalis.19	CGI (tarjous)	Acando (SE ja 2018 tot. luvut)	280	28	10 %	2100	410	1,5x	14,6x
helmi.19	Digia	Starcut	~1,5		~5 %	19			
helmi.19	Gofore	Silver Planet	7,2	1,8	0,3	40	10,8	1,5x	6,0x
tammi.19	eCraft	Evry (Fi - Dynamics toiminnot)				40			
tammi.19	Vincit	LeanCraft	3,0	>1	>30%		5,5	1,8x	5,5x
loka.18	Elisa	Fenix Solutions	2,7	0,6	>20%		4,5-5,4	1,7x-2,0x	7,5x-9,0x
elo.18	Infosys	Fluido	18,0				65,0	3,6	
elo.18	Digia	Mavisystems Oy	3,2			34			
elo.18	Gofore	Solinar	4,0	0,5	0,1	50	4,0	1,0x	7,7x
elo.18	Siili	Vala Group (Siilin omistus 60 %)	5,8	1,4	0,2	80	6,0	1,7	7,0
huhti.18	Apax Digital Fund	Solita	76,1			650			
maalis.18	Viria	BitFactor	14,0			150			
maalis.18	Digia	Avarea	3,6			41			
huhti.18	Sofigate	Csolutor (FI)	6,9			50			
tammi.18	Sofigate	Headstart (FI)	5,0						
tammi.18	Solteq	TM United A/S (DK)	4,8	0,5	0,1	35	3,5	0,7x	7,3x
joulu.17	Digia	Integration House	1,8			21			
loka.17	Tieto	Avega (SE)	45,5			350	51,0	1,1x	
syys.17	CGI	Affecto	125	6,4	0,1	1020	100,3	0,8x	15,7x
elo.17	Visma	Infrastone	2,8			15			
kesä.17	Solteq	InPulse	4,9	0,3	0,1	60	3,5	0,7x	12x-
kesä.17	Nixu	Bitsec (SE)	2,5			20	3,1	1,2x	
touko.17	Siili	Omenia	3,0	0,5	0,2	28	1,7-3,0	0,6x-1,0x	3,4x-6,0x
touko.17		Expert Solution Support Center (NED)					2,2	0,7x	
touko.17	Digia	Omni Partners (ja Nord Software)	3,9			52			
huhti.17	Gofore	Leadin	3,8	0,4	0,1	43			

Yhteenveto

Tuloslaskelma	2017	2018	2019	2020e	2021e	Osakekohtaiset luvut	2017	2018	2019	2020e	2021e
Liikevaihto	34,0	50,6	64,1	75,2	88,1	EPS (raportoitu)	0,26	0,36	0,33	0,42	0,53
Käyttökate	5,8	7,0	8,2	10,4	12,3	EPS (oikaistu)	0,37	0,42	0,47	0,63	0,71
Liikevoitto	5,4	6,1	6,1	8,0	9,6	Operat. kassavirta / osake	0,08	0,43	0,96	0,50	0,64
Voitto ennen veroja	4,2	6,1	6,0	7,9	9,4	Vapaa kassavirta / osake	0,39	0,19	0,06	0,12	0,59
Nettovoitto	3,3	4,7	4,4	5,9	7,5	Omapääoma / osake	1,38	1,69	2,32	2,46	2,75
Kertaluontoiset erät	-0,3	-0,7	-1,9	-3,0	-2,5	Osinko / osake	0,15	0,19	0,20	0,25	0,27
Tase	2017	2018	2019	2020e	2021e	Kasvu ja kannattavuus	2017	2018	2019	2020e	2021e
Taseen loppusumma	29,3	34,5	50,4	58,1	56,5	Liikevaihdon kasvu-%	82 %	49 %	27 %	17 %	17 %
Oma pääoma	17,8	22,0	31,5	34,5	38,5	Käyttökateen kasvu-%	115 %	20 %	18 %	27 %	18 %
Liikearvo	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	Liikevoiton oik. kasvu-%	117 %	19 %	18 %	37 %	10 %
Nettovelat	-7,9	-9,7	-15,5	-14,3	-18,9	EPS oik. kasvu-%	85 %	13 %	12 %	35 %	13 %
Kassavirta	2017	2018	2019	2020e	2021e	Käyttökate-%	17,1 %	13,8 %	12,8 %	13,9 %	14,0 %
Käyttökate	5,8	7,0	8,2	10,4	12,3	Oik. Liikevoitto-%	16,8 %	13,4 %	12,5 %	14,6 %	13,7 %
Nettokäyttöpääoman muutos	-3,7	0,0	6,4	-1,4	-1,5	Liikevoitto-%	15,8 %	12,0 %	9,5 %	10,6 %	10,9 %
Operatiivinen kassavirta	1,1	5,6	13,0	7,0	8,9	ROE-%	30,3 %	23,8 %	16,6 %	17,8 %	20,5 %
Investoinnit	-6,2	-3,7	-11,9	-5,1	-0,7	ROI-%	40,0 %	25,2 %	19,4 %	20,2 %	23,0 %
Vapaa kassavirta	5,1	2,4	0,8	1,7	8,2	Omavaraisuusaste	60,8 %	63,8 %	64,6 %	59,5 %	68,2 %
						Nettovelkaantumisaste	-44,2 %	-44,2 %	-49,3 %	-41,5 %	-49,1 %
Suurimmat omistajat			%-osakkeista			Arvostuskertoimet	2017	2018	2019	2020e	2021e
Timur Kärki			14,3 %			EV/Liikevaihto	2,4	2,0	1,4	1,5	1,2
Jani Lammi			13,5 %			EV/EBITDA (oik.)	14,2	14,5	10,9	10,9	8,8
Mika Varjus			13,5 %			EV/EBIT (oik.)	14,6	14,9	11,2	10,3	9,0
Mika Venola			13,5 %			P/E (oik.)	19,0	20,2	16,0	14,4	12,8
Ilmarinen			6,6 %			P/B	5,1	5,0	3,3	3,7	3,3
Varma			3,9 %			Osinkotuotto-%	2,1 %	2,2 %	2,7 %	2,7 %	3,0 %

Lähde: Inderes

Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

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

Mahdolliset kannanotot, arviot ja ennusteet ovat esittäjiensä näkemyksiä. Inderes ei vastaa esitettyjen tietojen sisällöstä tai paikkansapitävyydestä. Inderes tai sen työntekijät eivät myöskään vastaa tämän raportin perusteella tehtyjen päätösten taloudellisesta tuloksesta tai muista vahingoista (välittömät ja välilliset vahingot), joita tietojen käytöstä voi aiheutua. Raportilla esitettyjen tietojen perustana oleva informaatio voi muuttua nopeastikin. Inderes ei sitoudu ilmoittamaan esitettyjen tietojen/kannanottojen mahdollisista muutoksista.

Tuotetut raportit on tarkoitettu informatiiviseen käyttöön, joten raportteja ei tule käsittää tarjoukseksi tai kehotukseksi ostaa, myydä tai merkitä sijoitustuotteita. Asiakkaan tulee myös ymmärtää, että historiallinen kehitys ei ole tae tulevasta. Tehdessään päätöksiä sijoitustoimenpiteistä, asiakkaan tulee perustaa päätöksensä omaan tutkimukseensa, sekä arvioonsa sijoituskohteen arvoon vaikuttavista seikoista ja ottaa huomioon omat tavoitteensa, taloudellinen tilanteensa sekä tarvittaessa käytettävä 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 tämänhetkisen hinnan ja 12 kuukauden tavoitehintamme väliseen prosenttieroön. Suosituspolitiikka on neliportainen suositukseen myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään neljä kertaa vuodessa yhtiöiden osavuosikatsausten yhteydessä, mutta suosituksia ja tavoitehintoja voidaan muuttaa myös muina aikoina markkinatilanteen mukaisesti.

Annetut suositukset tai tavoitehinnat eivät takaa, että osakkeen kurssi kehittyisi tehdyn arvion mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonmäärittämenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF) ja lisäarvomalli (EVA), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa-analyysi. Käytettävät arvonmäärittämenetelmät ja tavoitehinnan perusteet ovat aina yhtiökohtaisia ja voivat vaihdella merkittävästi riippuen yhtiöstä ja (tai) toimialasta.

Inderesin suosituspolitiikka perustuu seuraavaan jakaamaan suhteessa osakkeen nousuvaraan 12-kk tavoitehintaan:

Osta	>15 %
Lisää	5-15 %
Vähennä	-5-5 %
Myy	< -5 %

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

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

Inderes on tehnyt tässä raportissa suosituksen kohteena olevan liikkeeseen laskijan kanssa sopimuksen, jonka osana on tutkimusraporttien laatiminen.

Suositushistoria (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
23.3.2018	Vähennä	9,00 €	9,48 €
16.8.2018	Lisää	9,50 €	8,80 €
30.8.2018	Lisää	10,00 €	9,02 €
8.10.2018	Vähennä	10,00 €	10,34 €
22.11.2018	Vähennä	9,00 €	8,58 €
20.2.2019	Vähennä	8,30 €	8,13 €
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 €



Inderes on alusta, joka yhdistää pörssiyrityksiä ja sijoittajia. Tuotamme laadukasta analyysiä ja sisältöä yli 60 000 aktiiviselle Inderes-yhteisön jäsenelle.

Me uskomme, että avoin tieto on jokaisen sijoittajan perusoikeus. Takaamme sijoittajille vapaan pääsyn palkitun analyysin, näkemyksellisten videosisältöjen ja interaktiivisen yhteisön pariin. Yhteisömme tukee jäseniensä kasvua paremmiksi sijoittajiksi.

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

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

Inderes Oy

Itämerentori 2
00180 Helsinki
+358 10 219 4690

Palkittua analyysiä osoitteessa www.inderes.fi

Palkinnot



STARMINE
ANALYST AWARDS
FROM REFINITIV



THOMSON REUTERS
ANALYST AWARDS
WINNER



2012, 2016, 2017, 2018,
2019

Suositus- ja
ennustetarkkuus



2014, 2016, 2017, 2019

Suositustarkkuus



2014, 2015, 2016, 2018,
2019

Suositus- ja
ennustetarkkuus



2012, 2016, 2018, 2019

Suositustarkkuus



2015, 2018

Suositus- ja
ennustetarkkuus



2017, 2019

Suositustarkkuus



2017

Suositustarkkuus



2018

Ennustetarkkuus



2019

Suositustarkkuus

**Analyysi kuuluu
kaikille.**