

# Gofore

## Laaja raportti

15.12.2023 8:30



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

✓ Inderes Yhtiöasiakas

inde  
res.

# Pidemmän aikavälin kasvulle vankempi pohja

Goforen näytöt kasvaa julkisella sektorilla hyvin kannattavasti ovat kiistattomat, markkinan vastatuulista huolimatta. Yhtiö on viimeisen parin vuoden aikana antanut hyviä näyttöjä kannattavasta vahvasta kasvusta kasvumarkkinoillaan yksityisellä sektorilla ja kansainvälisesti. Odotamme yhtiön jatkavan sektoria vahvempaa ja kannattavampaa kasvua myös tulevina vuosina, vaikka heikko taloussykli hieman hidastaa kehitystä. Osakkeen arvostuskuva (2023 EV/EBIT oik. 13x ja tuotto-odotus >15 %) on houkutteleva. Laskemme suosituksen lisää-tasolle (aik. osta) pienen kurssinousun ajamana ja tavoitehinnan 26,0 euroon heijastellen pieniä ennustemuutoksia.

## Gofore erottuu digitransformaation neuvonantajana julkisella sektorilla

Gofore tarjoaa asiantuntijapalveluita liittyen neuvonantoon, palvelumuotoiluun, digitaalisten palveluiden rakentamiseen, pilvisiirtymään sekä ohjelmistotestaukseen. Tuoreimman yritysoston myötä yhtiö laajeni myös älykkäiden laitteiden ja koneiden ohjelmistokehitykseen ja -testaukseen. Yhtiö profiloituu organisaatioiden laaja-alaiseksi digitransformaation ja sen johtamisen neuvonantajaksi, mikä erottaa sitä muista IT-palvelutaloista. Asiakassectoreittain yhtiön vahvuus on julkisella sektorilla (60 % lv:sta). Gofore on viime vuosina vahvistanut edelleen asemaansa IT-markkinalla, erityisesti kasvamalla yksityisellä sektorilla strategisesti onnistuneilla yritysostoilla, osaajakilpailussa yhtiö on vahvistanut entisestään asemaansa sekä kyennyt jatkuvasti uudistumaan IT-markkinan nopeassa muutoksessa.

## Vahvempi kasvupohja ja näytöt myös yksityiseltä sektorilta ja kansainvälisesti

Goforella strategiaproessi on jatkuvaa ja vuoden 2022 lopulla kommunikoitu päivitys toi käytännössä tarkennuksia toimialavalintoihin ja hieman kunnianhimoisemmat kasvutavoitteet. Gofore tavoittelee lähivuosina yli 25 %:n liikevaihdon kasvua (aik. 20 %), josta 15 %-yksikköä pyritään saavuttamaan orgaanisin voimin (aik. 10 %). Lisäksi yhtiön oikaistu EBITA-% tavoite on 15 %. Yksityisellä sektorilla yhtiön fokus on teollisuuden asiakkaissa, jota tarjoomaa yhtiö on viime vuosina vahvistanut lukuisilla yritysostoilla ja näytöt kilpailukyvästä on näkynyt orgaanisen kasvun kautta (<30 % Q1-Q3'23). Yksityisen sektorin kasvu on vahvasti yhteydessä kansainväliseen kasvuun, jonka osuus liikevaihdosta oli jo 17 % Q3'23:lla yritysoston ja orgaanisen kasvun vetämänä. Näin yhtiöllä on jo hyviä näyttöjä yksityisen sektorin ja kansainvälisen liiketoiminnan strategian onnistumisesta, mikä on edellytys vahvan kasvun jatkumiselle myös pidemmällä aikavälillä.

## Liikevaihdon kasvu ajaa tuloskasvua

Gofore on kasvanut vahvasti ja kannattavasti viime vuosina koronan ja talouden vastatuulista huolimatta. Lyhyellä aikavälillä markkina hidastaa arviomme mukaan hieman Goforen kehitystä, mutta odotamme sen edelleen jatkuvan selvästi sektoria parempana. Ennustamme yhtiön kasvavan lähivuosina orgaanisesti keskimäärin >10 % vuodessa ja EBITA-%:n olevan vajaassa 14 %:ssa. Tämä olisi selvästi sektorin keskimääräistä kasvua (2-5 %) ja kannattavuutta parempi taso (7-9 %). Odotamme yhtiön jatkavan myös epäorgaanista, strategisesti kilpailukykyä vahvistavaa, kasvua lähivuosina, minkä vahva tase ja kassavirta hyvin mahdollistavat. Keskeisimmät riskit liittyvät kansainväliseen kasvuun, kannattavuuteen ja nykyisen poikkeuksellisen markkinatilanteen laajentumiseen uusille IT-alueille.

## Arvostus ja tuotto-odotus puoltaa positiivista näkemystä osakkeesta

Gofore on IT-palvelusektorin Suomen listattujen yhtiöiden kärkeä pitkän historian laadulla, kasvulla ja kannattavuudella mitattuna ja hyväksymme yhtiölle selvän preemion verrokkeihin. Lisäksi yhtiö alkaa olemaan jo hyvin vertailukelpoinen kansainvälisiin verrokkeihin. Osakkeen arvostus on vuoden 2023 EV/EBITA- ja P/E-kertoimilla 13x ja 17x, mikä on 15 % alle koko verokkiryhmän ja näkemysemme mukaan houkutteleva. Osakkeen tuotto-odotus, joka muodostuu tuloskasvusta (14 %), osinkotuotosta (2 %) ja kertoimien nousuvarasta on selvästi yli oman pääoman tuottovaateen.

## Suositus

### Lisää

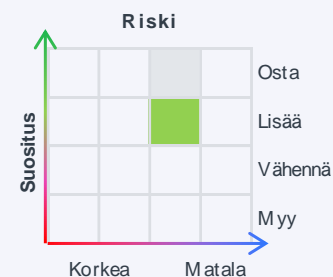
(aik. Osta)

**26,00 EUR**

(aik. 26,50 EUR)

### Osakekurssi:

22,00



## Avainluvut

	2022	2023e	2024e	2025e
<b>Liikevaihto</b>	150	189	203	232
<b>kasvu-%</b>	43 %	26 %	8 %	14 %
<b>EBIT oik.</b>	22,0	25,1	26,4	32,4
<b>EBIT-% oik.</b>	14,7 %	13,3 %	13,0 %	13,9 %
<b>Nettotulos</b>	12,2	15,7	17,1	22,0
<b>EPS (oik.)</b>	1,13	1,28	1,35	1,64
<b>P/E (oik.)</b>	19,7	17,2	16,3	13,5
<b>P/B</b>	4,4	3,8	3,4	3,0
<b>Osinkotuotto-%</b>	1,5 %	2,0 %	2,3 %	2,6 %
<b>EV/EBIT (oik.)</b>	14,8	12,8	11,5	8,8
<b>EV/EBITDA</b>	14,3	11,7	10,5	8,2
<b>EV/Liikevaihto</b>	2,2	1,7	1,5	1,2

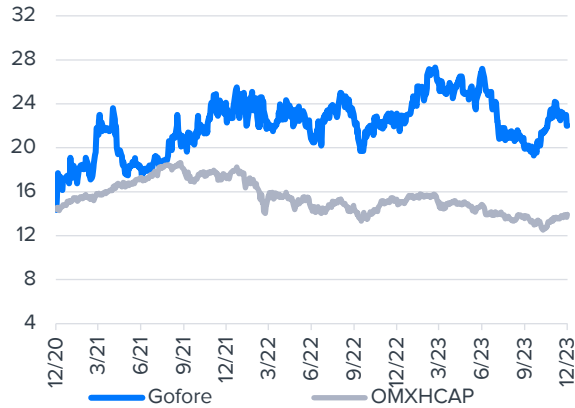
Lähde: Inderes

## Ohjeistus

(Ennallaan)

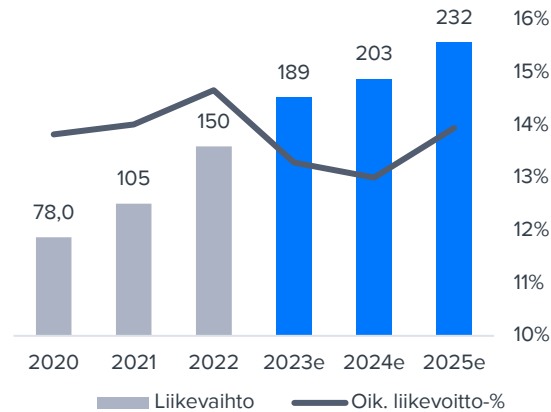
Ei ohjeistusta vuodelle 2023. Yhtiö julkaisee kuukausittain liiketoimintakatsauksen, mikä kuvaa liikevaihdon kehitystä. Lisäksi kuukausikatsaukset indikoivat laskutusasteiden kehitystä, joka ajaa kannattavuutta.

## Osakekurssi



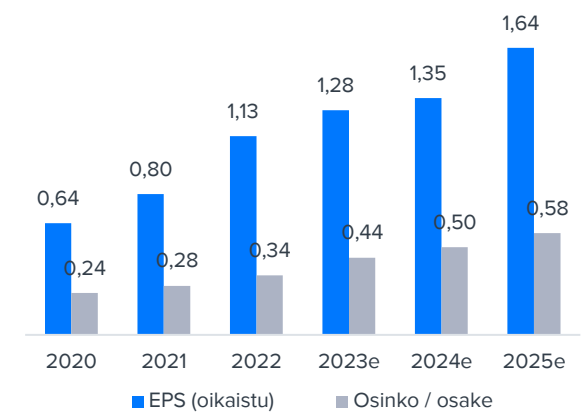
Lähde: Millistream Market Data AB

## Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

## Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes



## Arvoajurit

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



## Riskitekijät

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

Arvostustaso	2023e	2024e	2025e
Osakekurssi	22,0	22,0	22,0
Osakemäärä, milj. kpl	15,7	15,7	15,7
Markkina-arvo	345	345	345
Yritysarvo (EV)	322	305	285
P/E (oik.)	17,2	16,3	13,5
P/E	21,9	20,1	15,7
P/B	3,8	3,4	3,0
P/S	1,8	1,7	1,5
EV/Liikevaihto	1,7	1,5	1,2
EV/EBITDA (oik.)	11,7	10,5	8,2
EV/EBIT (oik.)	12,8	11,5	8,8
Osinko/tulos (%)	43,8 %	45,7 %	41,3 %
Osinkotuotto-%	2,0 %	2,3 %	2,6 %

Lähde: Inderes

# Sisällysluettelo

<u>Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli</u>	<b>6-16</b>
<u>IT-palvelumarkkinat</u>	<b>17-28</b>
<u>Kilpailu</u>	<b>29-33</b>
<u>Strategia</u>	<b>34-30</b>
<u>Historiallinen kehitys</u>	<b>37-39</b>
<u>Ennusteet</u>	<b>40-43</b>
<u>Sijoitusprofiili</u>	<b>44</b>
<u>Arvonmääritys</u>	<b>45-49</b>
Taulukot	<b>50-52</b>
<u>Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria</u>	<b>53</b>

# Gofore lyhyesti

Gofore on digitalisaation palveluyritys. Yhtiön palvelut kattavat digitalisaatioon liittyvän johdon konsultoinnin, palveluiden muotoilun ja rakentamisen sekä pilvipalvelut ja ohjelmistotestauksen. Yhtiön päämarkkina on Suomessa, mutta kasvupohja on myös Keski-Euroopassa.

**183 MEUR** (+35 % vs. edellinen 12kk)

Liikevaihto rullaava 12kk Q3'23

**35 % & 23 % orgaanisesti**

Goforen keskimääräinen vuosittainen kasvu (CAGR) 2018-2022

**60 % ja 33 %**

Julkisen sektorin osuus liikevaihdosta ja vuosittainen kasvu 2018-2022

**40 % ja 37 %**

Yksityisen sektorin osuus liikevaihdosta ja vuosittainen kasvu 2018-2022

**22,2 MEUR** (14,2 % lv:sta)

EBITA (oik.) rullaava 12kk Q3'23

2018-2022 EBITA-% 13,6 %

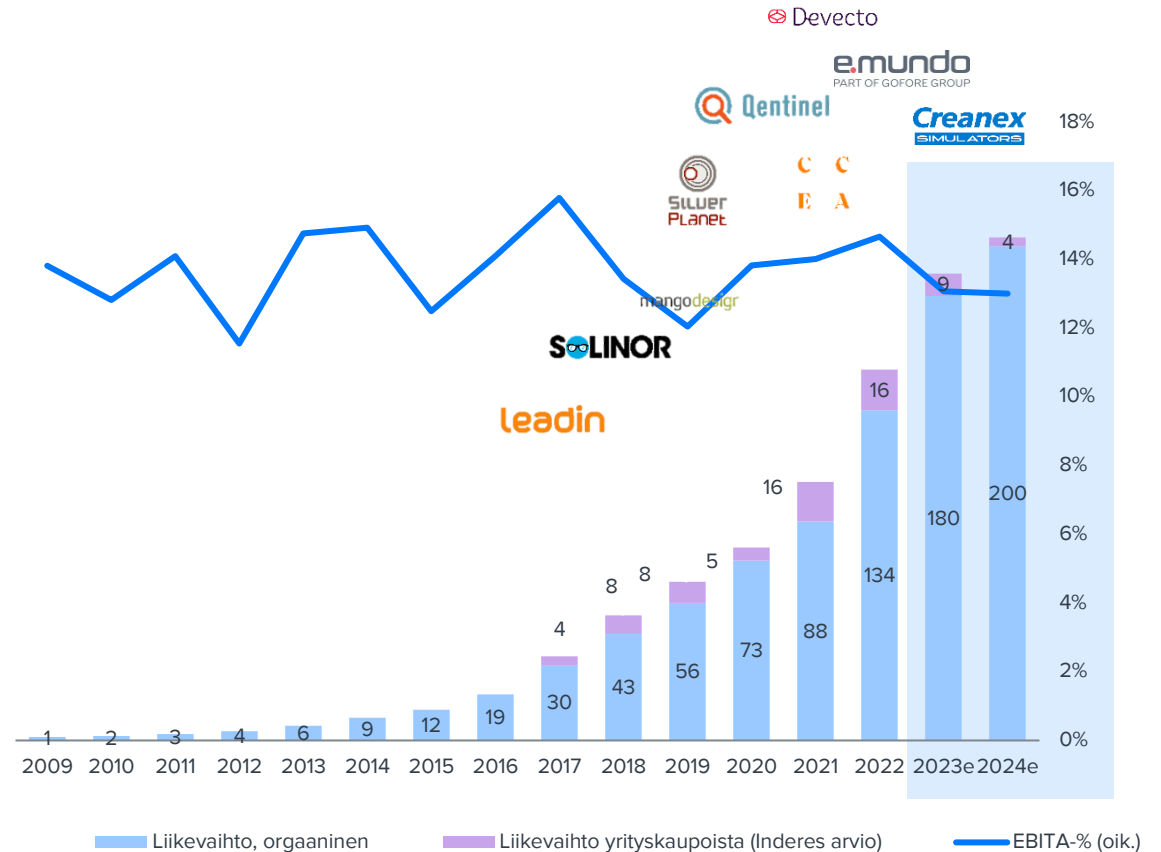
**1448** (+30% vs. edellinen 12kk)

Työntekijöitä 9/2023 (oma)

**186** (+2% vs. edellinen 12kk)

Alihankinta 9/2023

## Liikevaihdon ja kannattavuuden kehitys



# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 1/6

## Yhtiökuvaus

### Digitalisaation asiantuntijayritys

Gofore on digitaalisen muutoksen palveluyritys, jonka palvelut kattavat johdon konsultoinnin, digitaalisten palveluiden muotoilun ja rakentamisen, pilvipalvelut ja ohjelmistotestauksen. Gofore on myös vahvasti nostanut esille eettisyyden ja haluaa liiketoiminnallaan edistää eettistä digitalisaatiota. Vuosina 2018-2022 yhtiö on kasvanut keskimäärin 35 % vuodessa, josta reilu 20 % on arviomme mukaan orgaanisesti. Kasvun tavoin myös kannattavuus on ollut sektoria selvästi korkeampi ja keskimäärin EBITA-marginaali on ollut vajaa 14 % vuosina 2018-2022. Viime vuosien tekeminen on ollut todella väkevää kun huomioidaan yhtiön kasvanut kokoluokka ja markkinan vastatuulet. Asiakassegmenttien näkökulmasta yhtiö on ollut perinteisesti menestyksekkäs erityisesti julkishallinnon asiakkaissa Suomen markkinalla. Myös yksityisen sektorin merkitys on noussut merkittäväksi viime vuosina, missä yhtiö on laajentunut vakuuttavasti.

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 markkinaan lähtee vahvemmin neuvonantopalveluista ja asiakkaan digitaalisen muutoksen konsultoinnista, mistä seuraa luonnollinen jatkumo digitaalisten palveluiden toteutukseen, ylläpitoon, testaukseen ja laadunvarmistukseen. Kiteytettyä yhtiön vahvuudet ovat arvoketjun kärkipäässä, mitä kuvastaa se että liiketoiminnasta noin neljännes

neuvonantoon liittyvää. Tyypillisesti IT-palvelutaloilla neuvonantopalvelut ovat selvästi pienemmässä roolissa ja tulokulma markkinaan lähtee teknisestä osaamisesta. Lisäksi yhtiö hankki vuonna 2021 CCEA-yritysoston myötä laajan ja sektorilla suhteellisen ainutlaatuisen digitransformaatio kyvykkyyden (100 osaajaa).

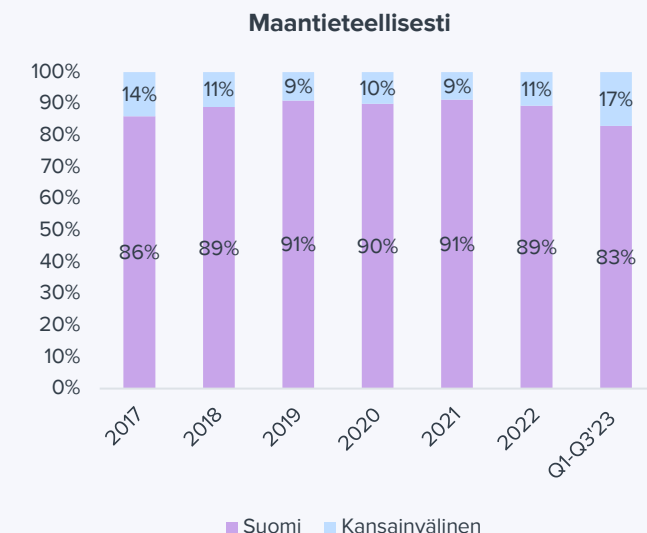
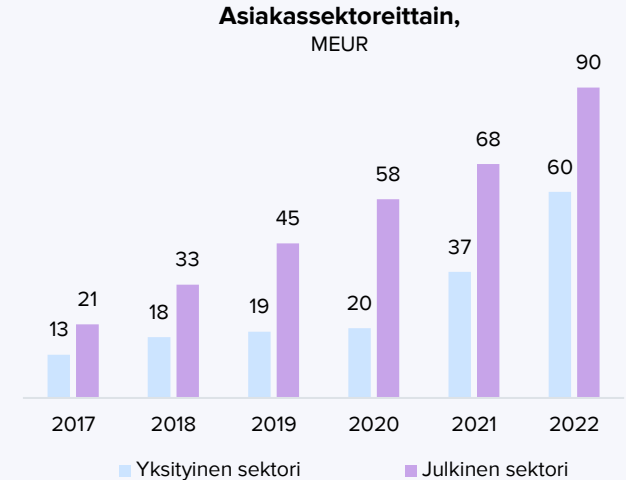
Gofore tarjosi perustamisestaan vuonna 2002 vuoteen 2012 vielä pääasiassa vain ohjelmistokehityspalveluita, mutta tarjoamaa on tämän jälkeen laajennettu kattamaan johdon neuvonantoa, palvelumuotoilua, arkkitehtuurin hallintaa, digitransformaation hallintaa, hankehallinnan palveluita, pilvipalveluihin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

### Päämarkkina Suomessa

Goforen päämarkkina on Suomen IT-palvelumarkkina, mikä vastaa reilua 80 % liikevaihdosta. Yhtiön henkilöstöstä suurin osa työskentelee Pääkaupunkiseudulla ja Tampereella. Loput toimivat Jyväskylässä, Lappeenrannassa, Turussa, Oulussa, Kajaanissa sekä kansainvälisissä toimipisteissä. Yhtiön alueellinen strategia Suomessa on ollut onnistunutta rekrytointien näkökulmasta, mikä on tukenut kasvua.

Suomessa yhtiön vahvuus on ollut erityisesti julkisella sektorilla ja neuvonannossa. Yhtiö on vahvistanut yksityisen sektorin osaamista ja asiakaskuntaa myös yritysostoin, josta viimeisimpänä Creanex-yritysosto.

## Liikevaihdon jakauma



# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 2/6

## Selkeä kasvupohja DACH-alueella

Viime vuonna yhtiö vahvisti kansainvälistymistä eMundo-yritysostolla ja fokus kansainvälisesti on erityisesti saksankielisellä DACH-alueella. Kansainvälisen liikevaihdon osuus Goforen myynnistä on 17 % Q1-Q3'23:lla. Kansainväliset toimipisteet sijaitsevat Saksassa, Espanjassa, Itävallassa, Italiassa ja Virossa. Yhtiö tavoittelee voimakasta kasvua kansainvälisesti erityisesti Keski-Euroopassa saksankielisillä alueilla (DACH), orgaanisesti ja yritysostoin. Ymmärryksemme mukaan DACH-alueen vetäjä vaihtuu suunnitellusti vuodenvaihteessa, kun ulkopuolinen saksankielinen vetäjä aloittaa toimitusjohtajana. Tämä luo tavallaan pientä epäjatkuvuutta kehityksessä. Samalla aika on varmasti optimaalinen, kun eMundon kriittisin integraatio on jo ohi ja lisäkauppahintaa on jäljellä vielä ensi vuosi, mikä tavallaan laskee riskitasoa. Espanjasta tehdään projekteja muualla oleville asiakkaille. Goforella on myös kansainvälisiä isoja asiakkaita, joita palvelee osin paikallisesti ja osin Suomesta käsin.

Goforen kilpailuetu kansainvälisesti perustuu osaajakentässä pohjoismaiseen työntekijäystävällisempään tulokulmaan ja ketterään toimitusmalliin. Asiakkaan näkökulmasta kilpailuetuna on paikallinen läsnäolo yhdistettynä Pohjoismaista tuotuun korkealaatuiseen osaamiseen. Yhtiö vaikuttaa löytäneen kilpailuetunsa kansainvälisesti, sillä kansainvälinen orgaaninen kasvu oli 76 % vuonna 2022 ja on jatkunut laskelmiemme mukaan vahvana myös vuonna 2023.

Asiakasstrategiana yhtiö tavoittelee samaa kun Suomessa, eli teollisuuden toimijoita yksityisellä sektorilla. Julkisella sektorilla yhtiö haluaa viedä

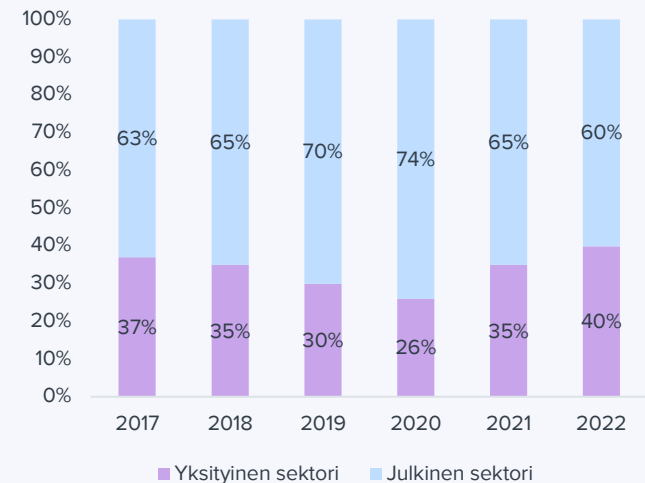
Suomen vahvaa osaamista ja olla digitaalisen yhteiskunnan kehittäjä. Digitalisaatiotason ero Suomen ja Saksan välillä on pieni yksityisellä sektorilla, mutta julkisella sektorilla ero on suuri.

## Vahva asiakaskunta julkishallinnossa

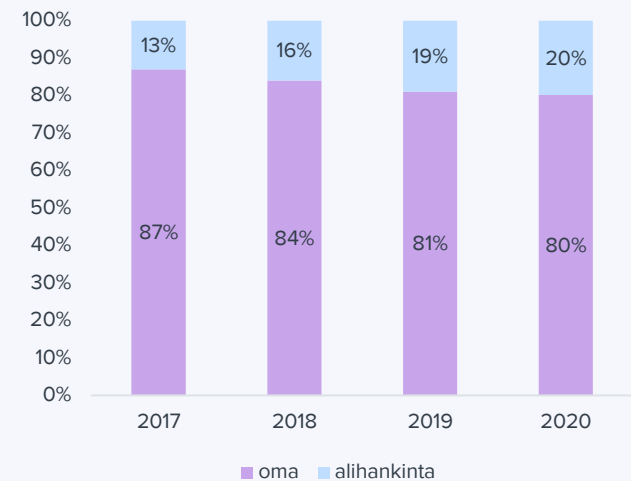
Goforen kasvu on historiassa perustunut vahvasti yhtiön menestykseen Suomen julkishallinnon sektorilla, missä yhtiöllä on erittäin vahva markkina-asema Suomessa. Julkisen sektorin osuus liikevaihdosta oli Q1-Q3'23:lla 57 %. Goforella on selkeästi ymmärretty julkishallinnon ostoprosessi ja kuinka tätä asiakaskuntaa palvelee. 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. Suuria IT-sopimuksia onkin jo vuosia pilkottu pienemmiksi osa-alueiksi, jolloin keskisuurilla ja pienillä toimittajilla on myös mahdollisuus osallistua kilpailutuksiin. Lisäksi sopimukset ovat keskimäärin 5-7 vuoden mittaisia, mikä luo jatkuvuutta liiketoimintaan, ennustettavuutta rekrytointiin ja helpottaa kannattavuuden hallintaa. Goforen keskeisenä kilpailutekijänä ovat olleet palveluarkkitehtuurin ja hankehallinnan osaaminen julkishallinnossa. Gofore on viime vuosina osoittanut hyvää hinnoitteluvoimaa konsernitasolla ja julkisella sektorilla yhtiö voitti viimeisimmän suuren [tilauksen](#) korkeimmalla hinnalla tarjouksista. Tämä kuvaa yhtiön vahvaa osaamista ja hinnoitteluvoimaa.

Kävimme julkisen sektorin dynamiikka, kilpailuetuja ja mihin kilpailutuksiin yhtiö osallistuu läpi myös Q3-[videolla](#) (kohdasta 22:38 eteenpäin).

### Liikevaihdon jakauma, asiakassektori



### Liikevaihdon lähde, oma ja alihankinta



# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 3/6

## Yksityinen sektori kasvussa

Yksityisen sektorin asiakaskunnan fokus on erityisesti teollisuusalan toimijoissa, mutta yhtiöllä on myös asiakkaita liikenne-, terveys-, palvelu-, kauppa- ja finanssialalla.

Yksityisen sektorin asiakkaiden osuus liikevaihdosta oli viime vuonna 40 % (2020: 26 %) ja yhtiön yhtenä tavoitteena on laajentaa asiakaspohjaa yksityisellä sektorilla. Yhtiö on viime vuosina vahvistanut yksityisen sektorin asiakasportfoliota yritysostoilla. Yhtiö pyrkii murtautumaan yksityiselle sektorille samalla laajalla digitaalisen muutoksen tarjoamalla, mikä on yhtiön vahvuus julkisella sektorilla. Yhtiö onkin viimeisen reilun vuoden aikana onnistunut kasvamaan yksityisellä sektorilla orgaanisesti vahvasti, mikä osoittaa viimein parempaa kilpailukykyä myös yksityisellä sektorilla.

## Organisaatiomalli ja kulttuuri menestyksen ajureina

Kiteytettynä Gofore mukauttaa jatkuvasti organisaatiomalliaan ja rakenteitaan sopeutuakseen jatkuvaan muutokseen ja kasvuun. Goforen organisaatiomalli poikkeaa huomattavasti IT-sektorin vakiintuneista toimijoista sekä jonkin verran myös yhtiön lähimmistä verrokeista. Organisaatiomalliin ja kulttuuriin liittyvät tekijät ovat vaikeasti kopioitavissa, minkä takia ne ovat tärkeitä kilpailuetuja. Goforen organisaatiomallin keskeisiä piirteitä ovat matala hierarkiaton rakenne, mitä kuvasta yhtiön asiakasrajapinnassa ja ei-asiakasrajapinnassa oleva 12:1 suhdeluku. Johtamisen työkaluna on yhtiön oma toiminnanohjausjärjestelmä, joka yhtiön mukaan luo selkeää kilpailuetua. Rajusta kasvusta

huolimatta Gofore on kyennyt uudistumaan ja pitämään kannattavuuden hyvänä, mikä mielestämme todistaa organisaatio- ja johtamismallin toimivuutta ja skaalautuvuutta.

Yhtiö on jakanut toimintansa viiteen liiketoimintayksikköön, Gofore Lead, Gofore Verify, Gofore Create, Gofore DACH ja Gofore Drive (Devecto-yritysosto). Tuotantohenkilöstöstä noin 800 henkilöä tekee digitaalisia ratkaisuja ja pilviteknologioiden toimituksia (Create), noin 250 neuvonantoa (Lead), noin 150 laadunvarmistusta (Verify) ja Devecton toiminnoissa noin 150 osaajaa. Saksassa yhtiöllä on tällä hetkellä töissä noin 150 osaaja ja osin kansainvälisiä toimituksia tehdään Suomesta.

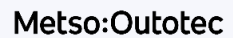
Liiketoimintayksiköitä tukevia toimintoja ovat myynti, markkinointi ja viestintä, taloushallinto, HR ja kansainvälinen kehittäminen. Goforen toimintamalli perustuu vahvasti muutosnopeuteen ja teknologian kehityksestä johtuvaan jatkuvaan muokkautumiseen. Käytännössä teknologian kehitys muokkaa yhtiön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

## Asiakkaita

### Julkinen sektori



### Yksityinen sektori





# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 4/6

Näkemyksemme mukaan yhtiö on poikkeuksellisen hyvin toteuttanut yritysjärjestelyitä myös tarjoaman näkökulmasta. Yhtiö on yritysostoin laajentunut uusille osaamisalueille, joka on vahvistanut yhtiön osaamisportfoliota ja erottanut yhtiötä edelleen verrokeista sekä siten vahvistanut kilpailuetua. Tämä taas on realisoitunut vahvana orgaanisena kasvuna ja kannattavuutena.

Yhtiö tavoittelee myös asiakkaan kanssa kumppanoitumista ja pitkäaikaista yhteistyötä. Tästä onnistumisen osoituksena on yhtiön suuri osuus liikevaihdosta, joka tulee olemassa olevista asiakkaista (2022: 82 %).

Yhtiöön ensisijaisena teemana on asiakkuusstrategia, jossa yhtiö pyrki erityisesti olemaan vahva Society- (yhteiskunta ja palvelut) ja Intelligent Industry- (teollisuus) liiketoiminta-alueilla. Mallin myötä yhtiö pystyy seuraamaan paremmin organisaation olemassa olevien kyvykkyyksien ja uusien kyvykkyyksien kehitystä, ja saa samalla paremman kytkennän myyntiorganisaatioon. Toisena teemana on kyvykkyyksien (10-15 kpl) ja niiden kehityksen parempi hallinta. Kyvykkyydet muodostavat liiketoimintayksiköiden rungot. Kyvykkyyksien päälle yhtiö tuo sitten integroidun kokonaistarjoamaan ja siten toteuttaa ideaalisti koko IT-hankkeen elinkaaren asiakkaalle. Yhtiö toimittaa julkisen sektorin asiakkaille jo laajasti elinkaaritarkjoomaa, mutta yksityisellä sektorilla on edelleen osaamisen ristiinmyyntipotentiaalia.

## Perustajat yhä vahvoina ankkuriomistajina ja henkilöstö laajasti omistajina

Gofore lukeutuu niihin IT-palveluyhtiöihin joilla on edelleen vahva perustajien ankkuriomistus. Perustajat omistavat edelleen ~35 % yhtiöstä ja ovat yhä aktiivisesti yhtiön toiminnassa mukana hallituksen kautta. Lisäksi useat alkuvaiheen työntekijät joilla on merkittävä omistus ovat edelleen keskeisissä operatiivisissa rooleissa, kuten yhtiön toimitusjohtaja (1,5 %:n omistus) ja liiketoimintajohtajia. Näin yhtiön keskeisillä johtohenkilöillä on myös [omistuksen](#) kautta vahvat insenttiivit kehittää yhtiötä. Lisäksi operatiivisella johdolla on suhteellisen mittava kannustinohjelma.

Henkilöstö omistaa myös laajasti Goforea. Listautumisen yhteydessä yhtiö sitoutti työntekijöitään henkilöstöannin kautta. Vuodesta 2018 lähtien yhtiö on toteuttanut henkilöstön [osakesäästöohjelmia](#). Henkilöstöstä 54 % omistaa Goforen osakkeita, mikä on suhteellisesti suuri osuus. Osakesäästöohjelma ja suuri henkilöstöomistus sitouttavat hyvin työntekijöitä ja laskevat vaihtuvuutta. Yhtiö toteuttaa tällä hetkellä osakkeiden [takaisinosto-ohjelmaa](#) kattaakseen osakesäästöohjelmaa ja johdon kannustinjärjestelmää.

Hallintorekisterin kautta Goforea omisti marraskuun lopussa 19,5 %, kun se 2020 alussa oli vielä alle 1%:n. Hallintorekisterin omistusmuutos kuvastaa ulkomaalaisten sijoittajien kiinnostuksen nousua.

	Osakkeenomistajat	% osakkeista	Rooli ja historia
1	Kärki Timur Juhana	10,06	Perustaja ja HPJ
2	Varjus Mika Kalevi	9,09	Perustaja
3	Venola Mika Petteri	8,11	Perustaja
4	Lammi Jani Markus	7,73	Perustaja
5	Ilmarinen	5,12	
6	Varma	3,31	
7	Evli Suomi Pienyhtiöt	2,98	
8	Karjalainen Mika Juhani	2,57	Silver Planet yrityskaupan kautta ja nyt Amagi-kumppanuuden kautta
9	Danske Invest Suomi Osake	1,60	
10	Nylund Tor Mikael	1,46	Toimitusjohtaja
11	Elo	1,45	
12	Virtanen Juha Jaakko	1,35	Johtoryhmässä
13	Fondita Nordic Micro Cap	0,86	
14	Huotarinen Juhana Henrikki	0,82	Rebase vähemmistö-omistuksessa
15	EMK Invest Oy	0,80	Johtoryhmässä
16	Kallio Sami Juhani	0,77	
	<b>Hallintarekisteröityjä</b>	<b>19,5</b>	

# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 5/6

## Liiketoimintamalli

### Pääosin puhdas asiantuntijayritys

Gofore on pääosin puhdas huippuasiantuntijayritys eli yhtiön liiketoimintamalli perustuu konsultointiin (arviomme mukaan ~99 %). Viimeisimmän yritysoston myötä yhtiön tarjooma laajeni käsittämään myös pientä tuoteliiketoimintaa teollisuuden simulaatio-ohjelmisto ja –laitteiden myötä. Tuotteet ovat kuitenkin vahvasti linkissä yhtiön konsultoinnin kanssa ja siten vahvistavat tarjontaa teollisuuden asiakaskenttään. Pilvipalveluissa yhtiö keskittyy pääpainolla pilvitransformaation konsultointiin ja itse pilvikapasiteetin jälleenmyynti on toissijaista.

Gofore myy asiantuntijoihitaan pääasiassa tuntilaskutuksella (2022 93 %). Yhtiön yhtenä strategisena tavoitteena on pyrkiä järjestämään liiketoiminta niin, että se ei kannata asiakkaidensa riskejä omassa liiketoiminnassaan.

Tuntilaskutukseen perustuva liiketoimintamalli on ollut sektorilla vuosia yhdistävä tekijä parhaiten kannattaneiden yritysten välillä ja osasy myös käännetyhtiöiden parantuneiden kannattavuuksien takana. Gofore ja koko sektori ei näin samalla tavalla kannata kiinteähintaisten projektien riskiä.

Kansainvälisesti yhtiö tavoittelee toimitusmallia, jossa työ tehdään osin Suomesta käsin. Arviomme mukaan erityisesti kansainvälisissä julkisen sektorin asiakkuuksissa yhtiön vahva osaaminen Suomessa luo kilpailuetua ja mahdollistaa near-shore-tekemisen.

Gofore käyttää sektorille tyypillisen tapaan omien asiantuntijoiden ohella alihankintaa tarpeen mukaan. Näin yhtiö vastaa kysynnän vaihteluihin ja osaamisien nopeaan hankkimiseen, joita se ei itse

tarjoa tai ole vapaana. Tehokas alihankintaketjun johtaminen on myös kilpailuetu. Alihankinnan käyttö tuo joustavuutta liiketoimintaan ja toimii osin ratkaisuna osaaajapulaan. Toisaalta alihankinta on yleensä katerakenteeltaan myös matalampaa liiketoimintaa. Alihankinnan osuus liikevaihdosta oli 20 % vuonna 2022, mutta on laskenut hieman kuluvana vuonna, mikä on luonnollista, kun huomioidaan haasteellisempi markkinatilanne.

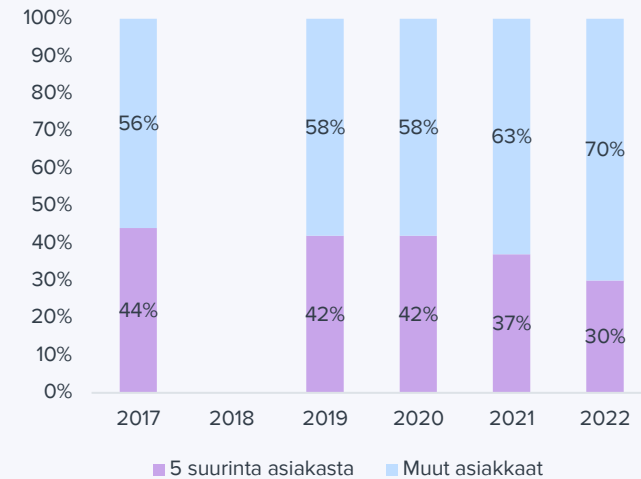
Yhtiö on viime vuosina kehittänyt myös uusija malleja houkutellessa osajajia. Tästä esimerkkinä ovat [Sleek](#) ja [Rebase](#), jossa yhtiö on vähemmistöomistajana. Kyseiset yritykset toimivat eri työnteko- ja palkkamalleilla (provisiomalli), jota Gofore ei tarjoa. Näin yhtiö pystyy vastamaan osajatarpeisiin ja käyttämään heitä omilla projekteissaan. Rebase on perustettu vuonna 2020 ja työllistää noin 70 henkilöä. Sleek on perustettu vuonna 2022 ja työllistää yli 30 osajajaa.

### Tyypilliset asiakkuudet

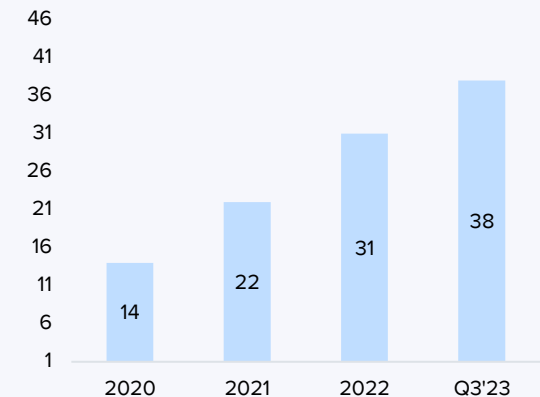
Gofore on jo vuosia tavoitellut asiakaskoon kasvattamista. Viime vuosina yhtiön asiakaskoko on kasvanut hyvin ja jakautuu yhä isommalle joukolle isoja asiakkuuksia. Asiakasmäärä joiden liikevaihto Goforelle on yli 1 MEUR on kasvanut hyvin ja oli 38 kappaletta Q3'23:lla, kun se vuosina 2020-21 oli 14 ja 22 asiakasta. Samalla suurimpien asiakkaiden riippuvuus on kuitenkin laskenut, kun 5 suurinta edusti enää 30 % liikevaihdosta vuonna 2022, kun vuonna 2017 vastaava luku oli 44 %.

Vuoden 2022 aikana 82 % liikevaihdosta tuli olemassa olevilta asiakkailta, mikä vastaa 18 %:n kasvua edellisvuoden liikevaihdosta ja kuvaa hyvää jatkuvuutta. Epäorganaisen kasvun (16 MEUR) lisäksi yhtiö uusiasiakashankinta oli laskelmiemme mukaan 10 MEUR tai 7 % liikevaihdosta.

### Suurimmat asiakkaat liikevaihdosta



### Asiakkaat jotka tuovat yli 1 MEUR liikevaihtoa, kpl



# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 6/6

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

## Sidosryhmissä korkea tyytyväisyys

Goforen tekeminen on vahvaa monella rintamalla. Sektorilla monet ovat voittaneet eri työntekijäkilpailuja eri vuosina, kuten myös Gofore. Ymmärryksemme mukaan työtyytyväisyys on edelleen hyvällä tasolla, mitä kuvastaa eNPS luku (31 syksyllä 2023), vaikka se laski keväästä (51). Lasku johtuu yhtiön mukaan ainakin osin toimialan alakuloisuudesta. Yhtiö ei ole joutunut useiden muiden verrokkien tapaan pitämään muutosneuvotteluita. Lisäksi vahvat nettorekrytoinnit ja matala vaihtuvuus (10 % viimeiset Q3'23 ja 12kk) kuvastaa tyytyväisyyden isossa kuvassa olevan edelleen hyvä. Vahva osaaminen ja asiakastytyväisyys erityisesti julkisella sektorilla näkyy yhtiön julkisen sektorin kilpailutuksien hyvässä menestyksessä. Korkea tyytyväisyys osajissa ja asiakkaissa luovat vahvan perustan rakentaa kasvavaa ja kannattavaa liiketoimintaa. Työntekijätytyväisyys on tärkeä kilpailuetu kovasti kilpaillussa osaajamarkkinassa. Nyt kuitenkin kilpaillaan enemmän asiakkaista ja myös tässä tukee yhtiön suuret ja jatkuvat asiakkuudet.

## Digital Gofore –alusta

Gofore kehittää omaa johtamisen työkaluaan, jonka avulla on tarkoitus pystyä mittaamaan ja johtamaan liiketoiminnalle keskeisiä seikkoja, kuten asiakas- ja henkilöstötytyväisyyttä, myyntiä ja resursointia. Tarkoitus on tietoa keräämällä ja sitä reaaliaikaisesti analysoimalla ja jakamalla mahdollistaa yhtiön matalahierarkkinen johtaminen myös isommassa yritysryhmässä ja kansainvälisesti. Samalla yhtiö rakentaa järjestelmän kautta valmiutta digitalisoida omaa liiketoimintaansa.

Yhtiö panostaa järjestelmän kehitykseen edelleen ja siihen sitoutuu tällä hetkellä vajaa 20 henkilön resurssit. Kyseessä on tuloksen kannalta selkeä panostus yhtiöltä, koska vaihtoehtoisesti tällä henkilömäärällä voitaisiin tehdä noin kahden MEUR:n edestä liikevaihtoa ja siten tulosta kerryttävää työtä. Tällä hetkellä alustan kehitystyön fokus on yhtiön koko verkoston liittämisessä alustaan, eli alustayhtiöiden (Sleek ja Rebase) ja alihankintaverkoston.

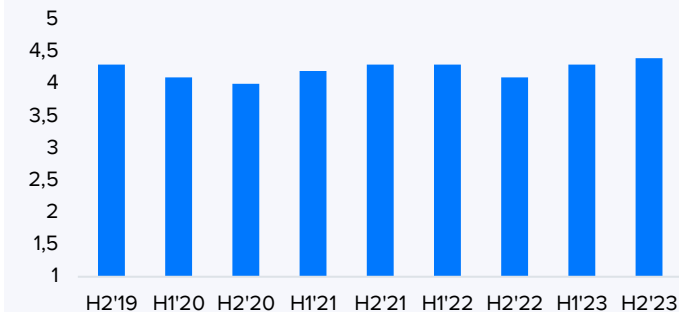
Alusta on keskeinen osa osaamishallintaa ja asiakastarpeen yhdistämistä. Näin alusta on tärkeä osa laskutusasteiden ja kannattavuuden hallintaa.

IT-yhtiöille on tyypillistä oman toiminnan kehittäminen itsekehityksellä ratkaisulla. Vintillä oli myös itse kehitetty johtamisen palvelutyökalu LaaS. Ymmärryksemme mukaan Goforen johtamisen alusta on laajempi palveluyrityksen toiminnanohjauksen kokonaisuus, kun taas LaaS on johtamisen työkalu. Vastaavasti Siilillä on myös itsekehitetty osaamisenhallinnan järjestelmä Knome ja Netumilla RTE-työkalu. Vintillä on myös irrotettua työkalua pyritään kuitenkin Goforesta ja Siilistä poiketen myös kaupallistamaan tuotteensa. Ymmärryksemme mukaan Goforen alustan kaupallistaminen ei ole ajankohtainen.

## Korkea tyytyväisyys sidosryhmissä (2023 viimeisin)



## Kokonaistyytyväisyys



## Digital Gofore -alusta

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

## Kumppanit



Teknologiatoimittajat ja -yhteisöt



Alihankkijat, resurssivuokraajat

## Toiminnot

Rekrytointi, HR



Myynti, markkinointi ja viestintä



Gofore Crew (tuotanto)



Kansainvälinen kehittäminen



## Osaamisalueita

Neuvonanto



Arkkitehtuuri



Ohjelmistokehitys



Ohjelmistotestaus-  
automaatio



Pilvipalvelut



## Liiketoimintaidea

Gofore tarjoaa asiantuntijapalveluita organisaatioiden digitaaliseen muutokseen

# GOFORE

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

## Tavoitteet

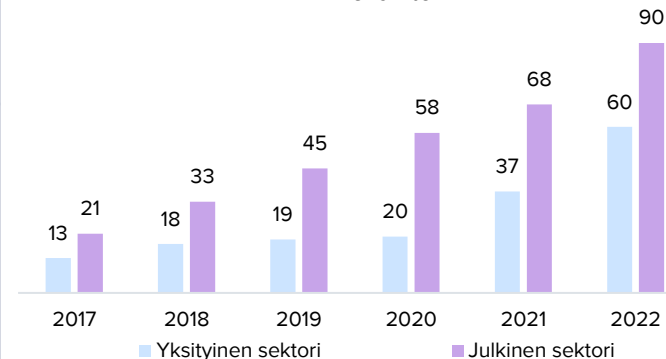
Yhtiö tavoittelee lähivuosina yli 25 %:n liikevaihdon kasvua, josta orgaaninen kasvu on 15 %-yksikköä. Lisäksi tavoitteena on 15 %:n oikaistu EBITA-marginaali

## Kilpailu



## Julkinen ja yksityinen sektori

Liikevaihto



## Kustannusrakenne

1297 hlö (2022)  
88 m€ (2022)



Henkilöstökulut  
(67 % kustannuksista)



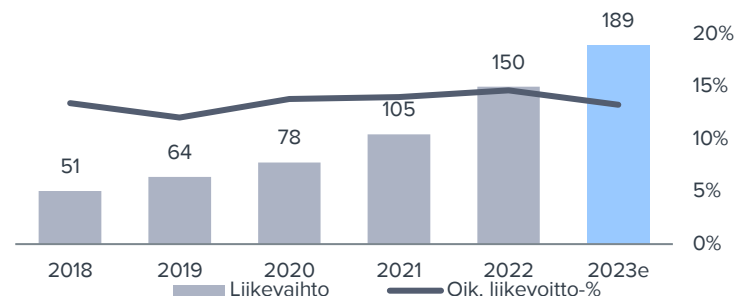
Ulkopuoliset palvelut  
(20 %)



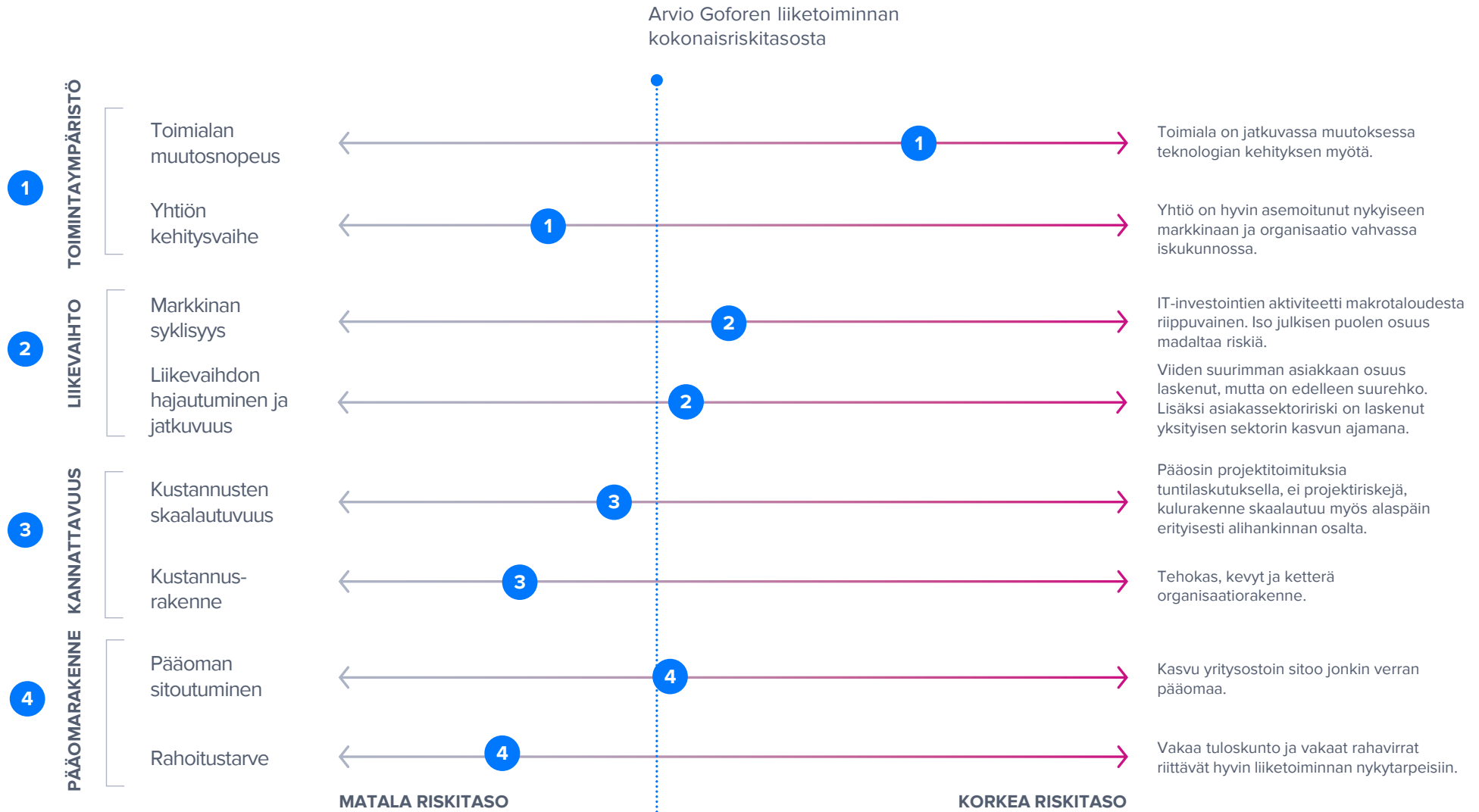
Liiketoiminnan muut kulut  
(14 %)

## Tulovirrat

Liikevaihto 150 m€  
EBITA 22 m€ (2022)

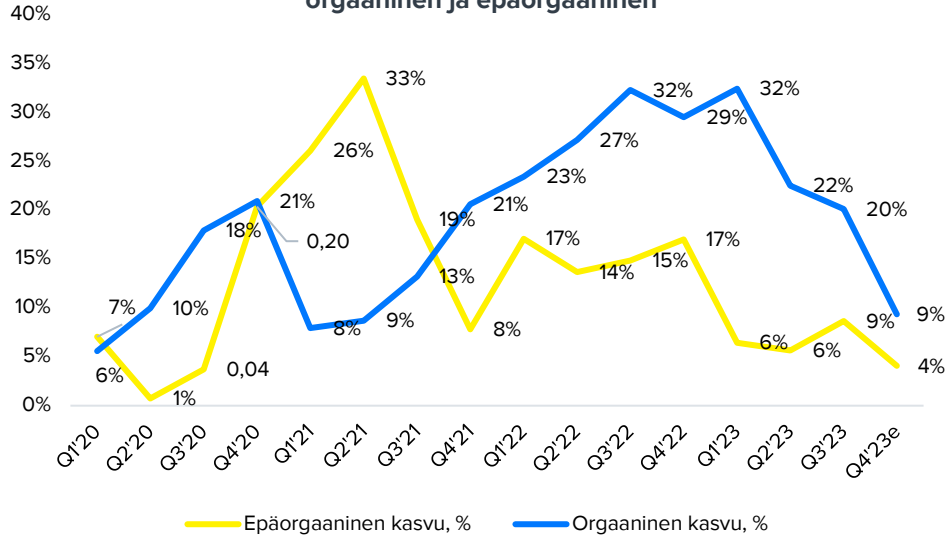


# Liiketoimintamallin riskiprofiili

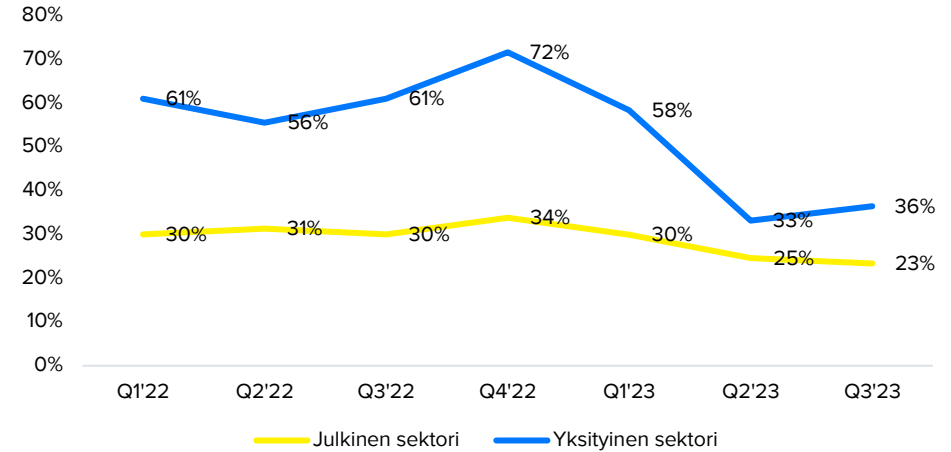


# Goforen keskeisiä tunnuslukuja

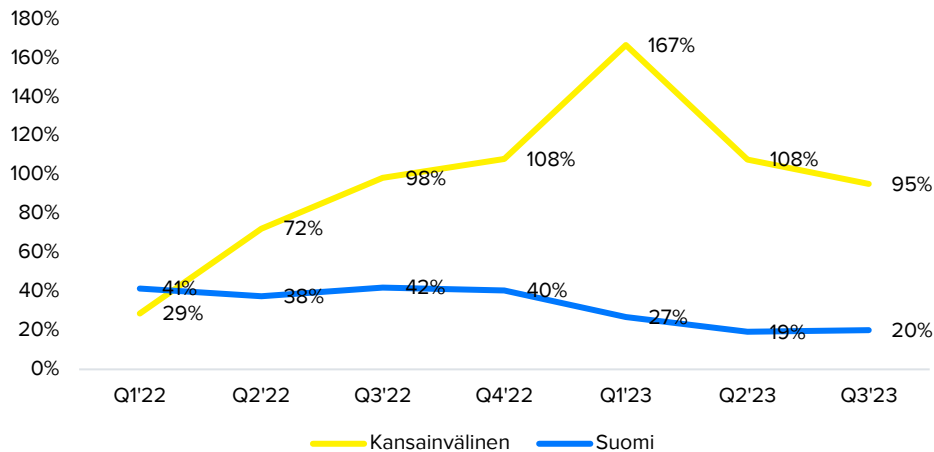
## Liikevaihdon kehitys-%, orgaaninen ja epäorgaaninen



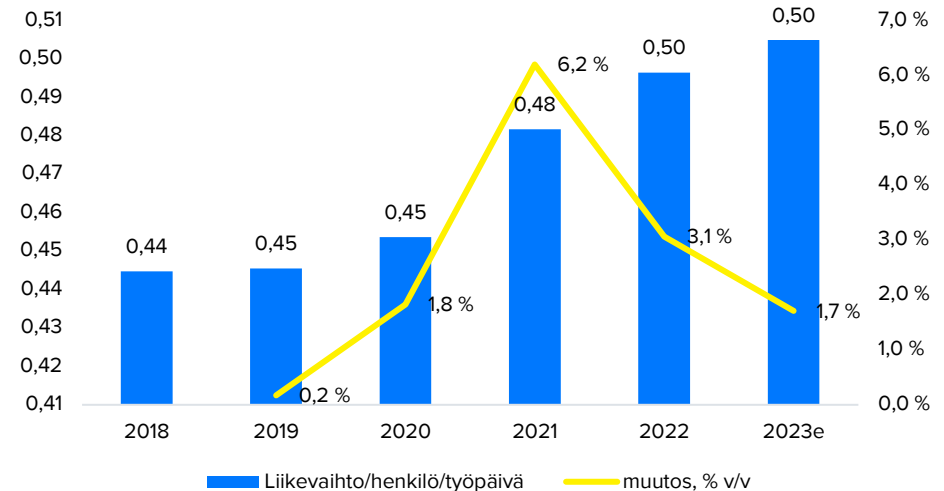
## Liikevaihdon kehitys-%, Julkinen- ja yksityinen sektori



## Liikevaihdon kehitys-%, Suomi- ja kansainvälinen

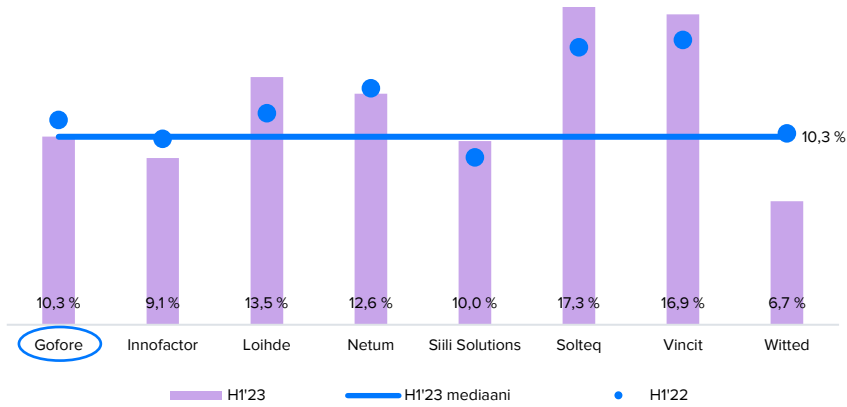


## Tehokkuus - Asiakashinta ja laskutusasteet

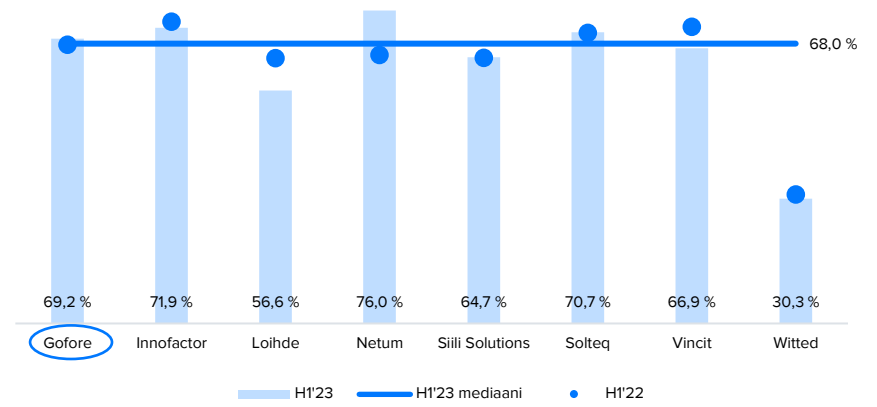


# Sektorin relevantit raportoidut mittarit 1/2

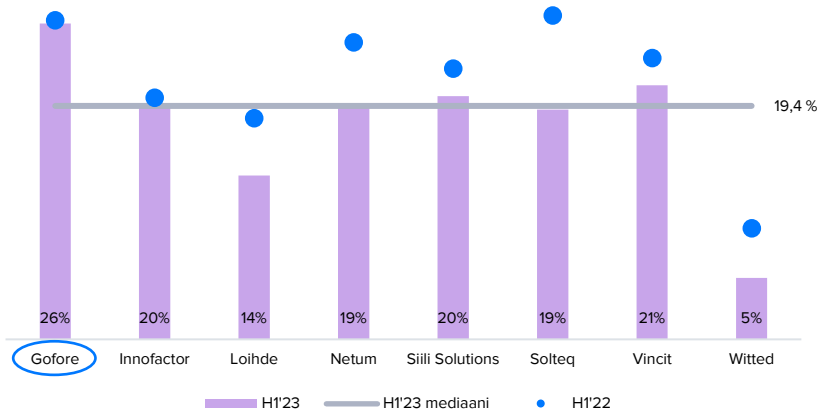
Muut kulut suhteessa liikevaihtoon (%)



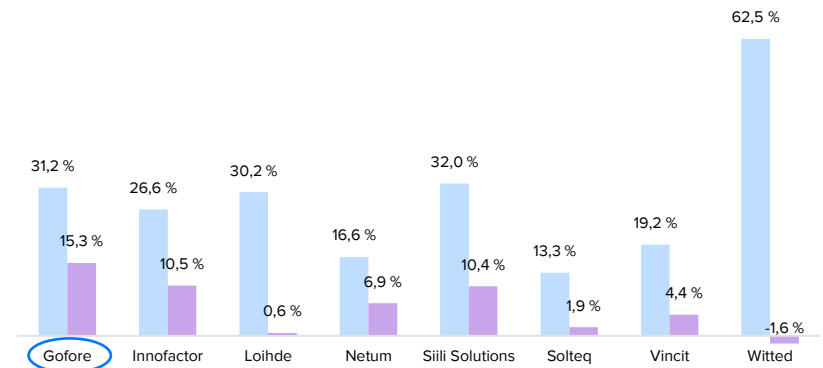
Henkilöstökulujen osuus kaikista operatiivisista kuluista (%)



Liikevaihdon kate materiaalien ja palveluiden sekä henkilöstökulujen jälkeen (%)

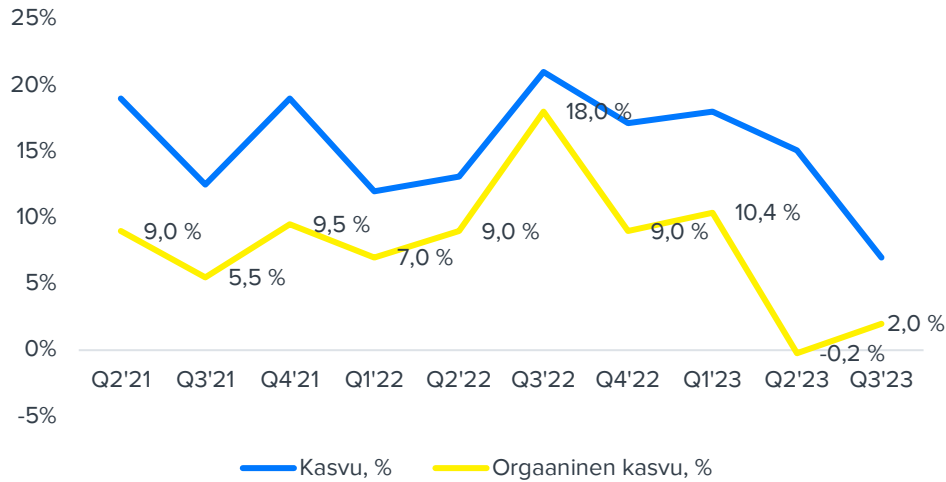


Kate henkilöstökulujen ja muiden kulujen jälkeen sekä käyttökatemarginaali (H1'23, %)

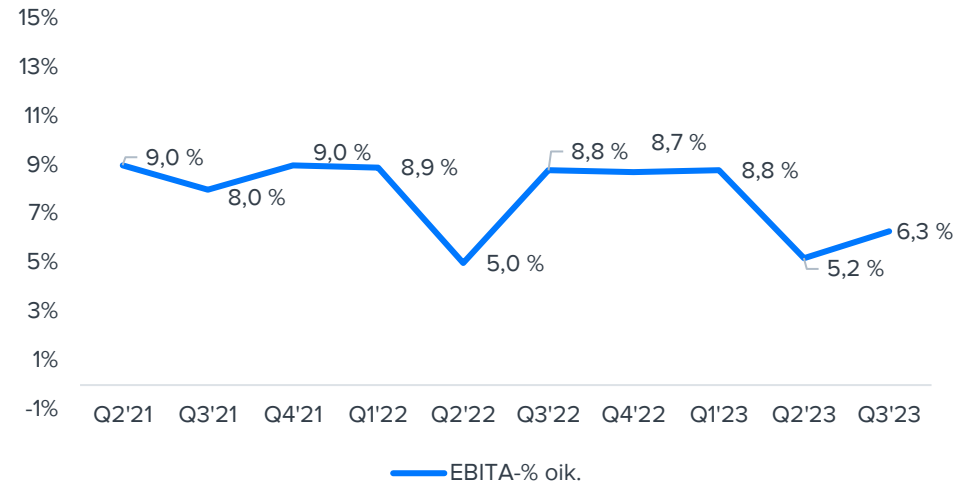


# Sektorin relevantit raportoidut mittarit 2/2

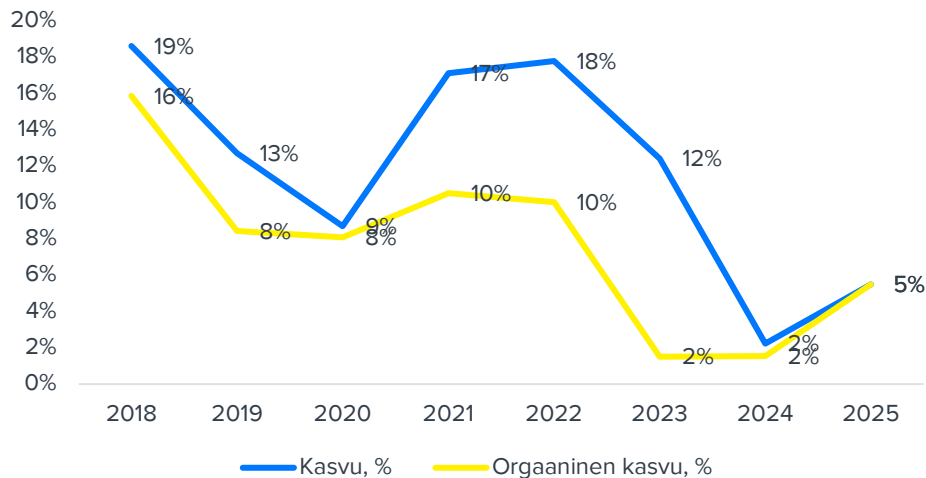
## Suomen listattu IT-palvelusektori, liikevaihto



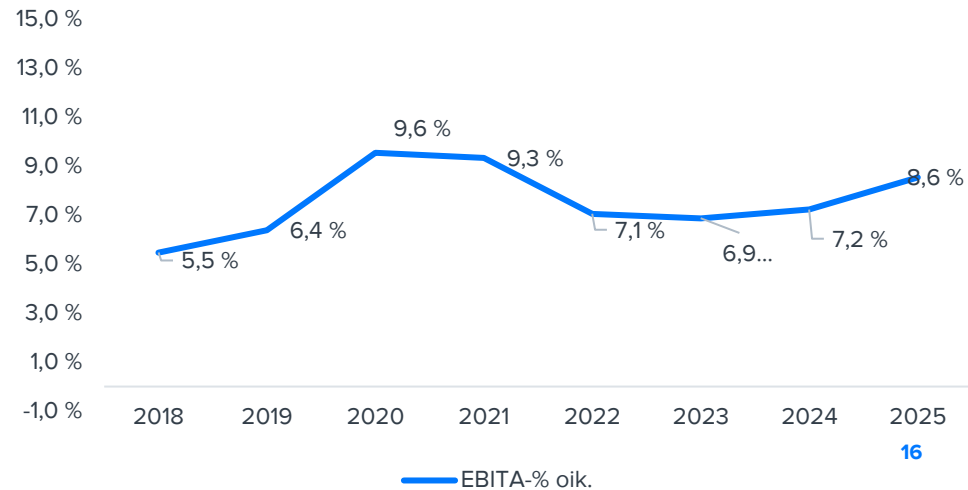
## Suomen listattu IT-palvelusektori, kannattavuus



## Suomen listattu IT-palvelusektori, liikevaihto



## Suomen listattu IT-palvelusektori, kannattavuus





# IT-palvelumarkkina 1/8

## Iso kokonaismarkkina Pohjoismaissa ja Suomessa

Pohjoismaiden (Ruotsi, Norja, Suomi, Tanska) IT-palvelumarkkinan koko oli noin 28 miljardia dollaria vuonna 2022 Radarin mukaan. Suomen IT-markkinan Radar on puolestaan arvioitunut olevan vajaa 7 miljardia. IT-palvelumarkkinan osuus tästä on 4,4 miljardia, joka jakautuu konsultointiin 2,3 miljardia, johdon konsultointiin 0,3 miljardia, pilviratkaisuihin 0,5 miljardia ja ulkoistuksiin 1,4 miljardia. Asiakaskunnittain tämä jakautuu arviomme mukaan edelleen noin 75 % yksityiselle ja 25 % julkiselle sektorille. Goforen markkinaosuus on näin vajaa 10 % julkisesta markkinasta ja 2 % yksityisestä markkinasta Suomessa. Markkinan koko ei isossa kuvassa nähdäksemme rajoita seuraamiemme yhtiöiden kasvumahdollisuuksia, mutta yksityinen sektori on Goforelle selkeämpi kasvualue.

IT-palvelumarkkinan ja sen euromääräisen koon määrittelmä jatkaa kuitenkin hämärtymistään, kun IT:n ja teknologian rooli jatkaa digitalisaation myötä nousua konehuoneesta liiketoiminnan ytimeen eri toimialoilla. IT-palveluyhtiöiden toimintakenttä risteääkin yhä vahvemmin uusien rinnakkaismarkkinoiden kanssa, joiden ei ole perinteisesti katsottu kuuluvan IT-markkinoihin. Näitä ovat esimerkiksi strategiakonsultointi, transformaatiojohtaminen ja palvelumuotoilu.

## Markkinan kasvua vetävät digitaaliset palvelut

Perinteisten palveluosa-alueiden odotetaan eri arvioiden mukaan kasvavan keskimäärin 1-4 % vuosivauhtia. Uusien digitaalisten palveluiden odotetaan kasvavan 5-10 % vauhtia riippuen osa-alueesta, tosin niiden kysyntä on syklistempää, mikä on jälleen nähty vuoden 2023 kysynnän pudotuksessa. Markkinan kasvua hidastavat perinteisten infra- ja vanhemman sukupolven ohjelmistoratkaisuiden laskevat kysynät. Lisäksi perinteiset IT-järjestelmät modernisoituvat, joka on

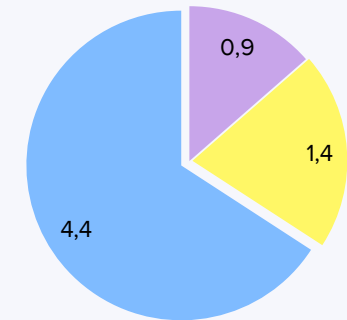
luonut ikään kuin näiden kahden osa-alueen väliin nopeasti kasvavan alueen.

Radarin mukaan Suomen IT-markkina kasvaa vuonna 2024 1,6 % kokonaisuudessa ja palvelut 2,4 %. IT-palvelumarkkinan sisällä kasvua vetää pilviratkaisut (keskimäärin 2021-24e 10 %) ja tukee konsultointi (4 %), kun ulkoistuspalvelut kasvavat hitaimmin (0,2 %). Huomioitavaa on myös että Radarin mukaan konsultointi laski vuonna 2020 noin 15 %, kun Helsingin pörssin listatut IT-palveluyhtiön kasvoivat orgaanisesti 8 % vuonna 2020 (2021-22 10 %), mikä indikoi yhtiöiden asemoituneen nopeammin kasvaville palvelualueille ja olevan keskimääräistä yhtiötä kriittisemmän toimittajan roolissa.

Palvelualueittain markkinaa nopeammin kasvavia osia ovat tutkimuksemme mukaan pilvipalvelut, transformaatiojohtaminen ja data & analytiikka. Tietoturvapalvelut ovat olleet viime vuosina paljon puhuttu kasvualue, mutta useilla toimijoilla on haasteita saada liiketoiminta kannattavaksi.

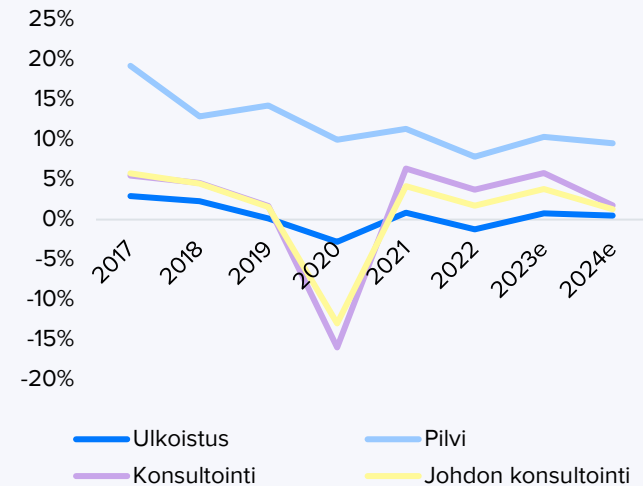
Tietoevry odotti pilvipalveluiden kasvavan 15 %, data & analytiikan 15 %, ydinohjelmistojen 10 % sekä automaatio ja DevOpsin 20 % vuosina 2020-2023. Näkemyksemme mukaan Tietoevry on parhaita toimijoita arvioimaan markkinoiden kehitystä Pohjoismaissa, koska yhtiöllä on laaja IT-tarjoama, se toimii useimmilla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

## Suomen IT-markkinan jakautuminen vuonna 2022



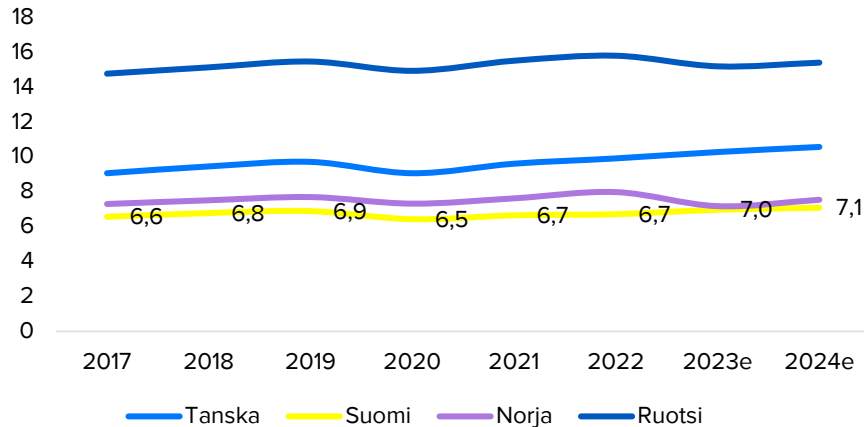
■ Laitteet ■ Ohjelmistot ■ Palvelut

## Suomen IT-palvelumarkkinan, muutos-% palveluittain

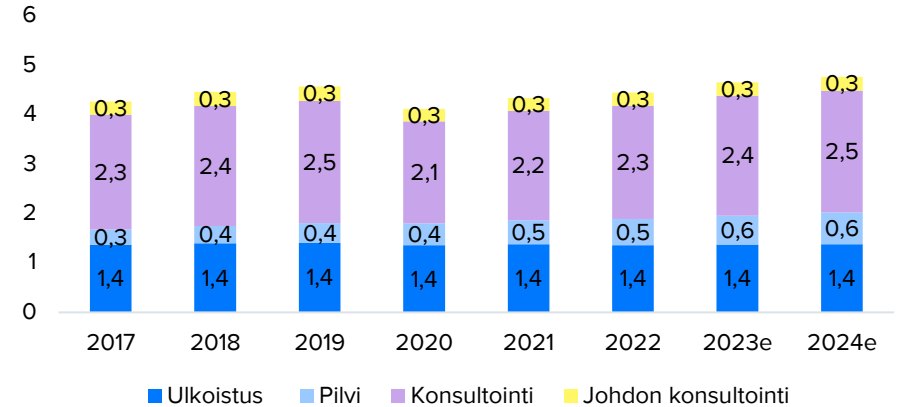


# Pohjoismaista IT-markkinadataa ja Saksan markkina

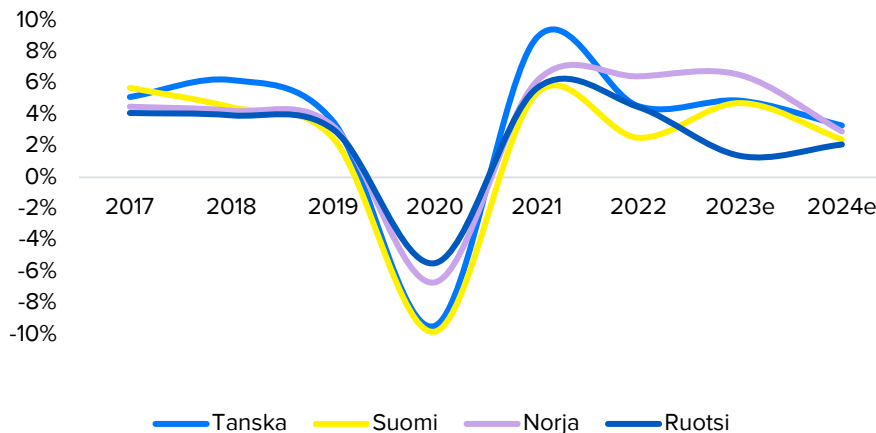
**Pohjoismaiset IT-markkinat - Palvelut, ohjelmistot ja laitteet, miljardia euroa**



**Suomen IT-palvelumarkkina palveluittain, miljardia euroa**



**Pohjoismaiset IT-palvelumarkkinat, muutos-%**



## Saksan markkina

Goforen tavoittelema Saksan markkina on yhtiön mukaan noin kymmenen kertaa Suomen markkinan kokoinen. IT-palvelumarkkinan kehitys on yhtiön mukaan muutaman vuoden Suomea jäljessä. Julkinen sektori on keskimäärin kehitystä eniten jäljessä, mutta Gofore panostaa vahvemmin yksityisen sektorin asiakkaisiin, jossa yhtiöllä on paikallisesti enemmän kilpailukykyä.

Asiakshintojen ero on Saksassa leveämpi kuin Suomessa ja Goforen tekemisessä hintapiste on hieman Suomea korkeampi. Palkkakustannus eroaa Saksassa Suomea enemmän riippuen kaupungista. Saksan markkinalla inflaatiopaine menee vahvemmin palkkoihin, mikä luo painetta myös asiakshintoihin. Goforen tavoitteena on viedä Suomen erityisosaamista (pilvi ja design) osaamista Saksaan.

# IT-palvelumarkkina 2/8

## Markkinan pitkän aikavälin kasvunäkymät

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

Tämän ansiosta IT-palveluyhtiöt tarjoavat sijoittajalle hyvän mahdollisuuden sijoittaa digitalisaatiotrendiin palveluliiketoiminnan rajatumalla riskiprofiililla. Markkinan voidaan odottaa kasvavan makrotaloutta nopeammin pitkällä aikavälillä. Markkina elää kuitenkin sykleissä ja yritysten ulkoa ostamien IT-palvelujen määrä voi myös laskea ja hintakilpailu kiristyä, kuten 2022-23 heikentyneessä taloustilanteessa.

## 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. Nopea markkinan muutos vaatii IT-yhtiöiltä kykyä sopeuttaa tarjontaa jatkuvasti.

Markkinalla 2010-luvulla alkanut siirtymä kohti IT-investointeja, joilla luodaan uutta liiketoimintaa ja erottumistekijöitä jatkuu edelleen, kun pelkän kustannustehokkuuden tavoittelu ei riitä kilpailussa. IT:n ostaja on tällöin usein liiketoiminta tai tuotekehitys, eikä tietohallinto ja tukitoiminnot.

Kysytyt osaamisalueet liittyvät kasvavassa määrin uusiin digitaalisiin palveluihin ja vähemmän taustajärjestelmiin. Markkinan murros loi voimakkaan kasvumahdollisuuden monille uuden aikakauden alkuperäisille toimijoille (mm. Futurice, Solita, Reaktor, Siili, Gofore ja Vincit), jotka ovat profiloituneet tarjoamiltan uusien digipalveluiden kehittäjiksi. Perinteiset toimijat olivat aluksi hitaita

mukauttamaan tarjoamiansa ja kulttuureitaan vastaamaan paremmin markkinan muuttuvaa ostokäyttäytymistä ja palvelualueiden kysyntää.

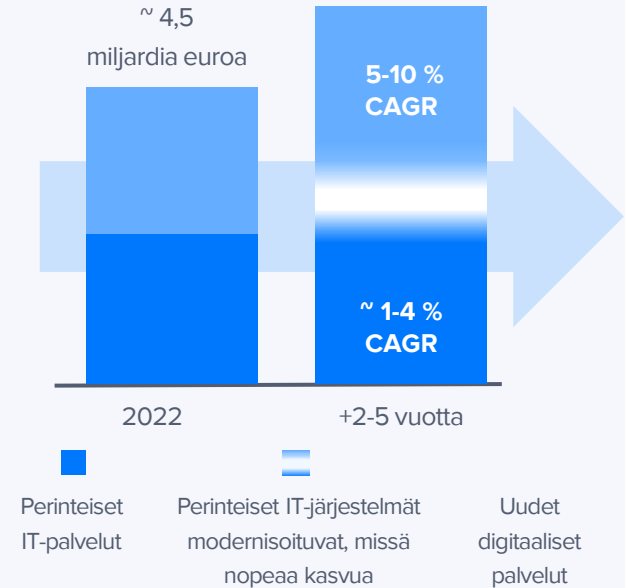
IT-palvelumarkkinan muutosta 2010-luvulla voidaan havainnollistaa yksinkertaistettuna jakamalla markkina voimakkaasti kasvaneisiin uusiin digitaalisiin palveluihin sekä hiipuvaan perinteiseen tietojärjestelmäkehitykseen. Markkinan kahtiajako on nyt kuitenkin muuttumassa epärelevantiksi, sillä uusia digitaalisia palveluita ei voida käsitellä liiketoiminnan ydinjärjestelmistä erillisenä.

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

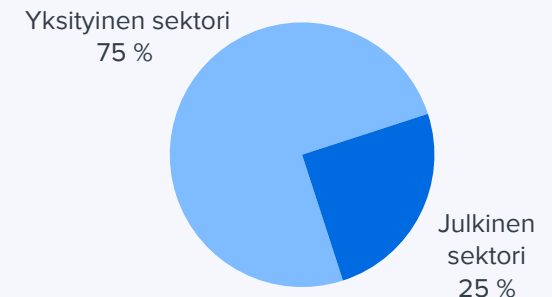
IT-palvelumarkkina onkin käynyt läpi merkittävän muutoksen viimeisen kymmenen vuoden aikana. Seuraavan kymmenen vuoden aikana markkinan muutosnopeus kiihtyy entisestään ja teknologian kompleksisuuden sekä nopean kehityksen takia muutosten ennustamisesta tulee yhtiöille vaikeampaa.



## Suomen IT-palvelu markkina ja kasvukuva



## Markkinan jakauma ostajaryhmittäin, Inderesin karkea arvio



# IT-palvelumarkkina 3/8

Siten mielestämme sektorin yhtiöiden reagointi- ja muutoskyky kilpailuetuna korostuu edelleen. Goforen strategia ja kulttuuri perustuu juuri muutoskykyyn ja markkinamuutosten nopeaan reagointiin, mikä antaa yhtiölle hyvät valmiudet pärjätä voimakkaasti muuttuvassa markkinassa.

## Markkinassa kolme erilaista aluetta

Olemme jakaneet IT-palvelumarkkinan kolmeen eri osioon seuraavasti:

**Uusien digitaalisten palveluiden markkina**, joka käsittää uusien digitaalisten palveluiden kehityksen (räätälöity ohjelmistokehitys). Tämä on ollut markkinan voimakkaimmin kasvava osa-alue, joka on käytännössä syntynyt vasta 2010-luvulla. Nimekkäitä toimijoita markkinalla ovat muun muassa Reaktor, Futurice, Nitor, Siili ja Vincit, minkä lisäksi suuret IT-generalistit ovat lähteneet panostamaan tälle alueelle myöhässä. Markkinalla on ominaista matala alalle tulon kynnys.

**IT-taustajärjestelmien ja yritysohjelmistojen markkina**, joka käsittää laajasti ERP:n ja siihen liitännäiset järjestelmät kattaen pääasiassa valmisohjelmistojen toimituksen, räätälöinnin, integraation ja ylläpidon. Tällä markkinalla Suomessa tunnettuja toimijoita ovat esimerkiksi Innofactor, Enfo, Solteq, Digia, Sofigate, Fellowmind, Vincit (Bilot-fuusion jälkeen) sekä erityisesti IT-generalistit kuten Tietoevry ja CGI. Tällä alueella markkinan kasvu on ollut hidasta ja ominaista on korkea alalle tulon kynnys. Vanhojen järjestelmien modernisoituminen on kuitenkin myös luonut markkinalle nopeasti kasvavia taskuja.

**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 uusjako, mikä on synnyttänyt uusia nopeasti kasvavia toimijoita (kuten Nordcloud) ja apajilla ovat myös monet keskisuuret IT-konsultit (kuten Gofore, Siili ja Enfo). Tällä markkinalla on nopeasti hiipuvia (paikallinen infra) ja rajusti kasvavia alueita (pilvialustat).

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

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

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

Yhteistä kaikkien keskisuurten ja suurten toimijoiden strategioille on myös pyrkimys liiketoimintakriittisemmän kumppanin asemaan asiakkaissa. Pienten ohjelmistokehittäjäalojen osaaminen ja tarjonta ei tällöin yksinään ulotu riittävän syvälle asiakkaan IT-järjestelmiin ja prosesseihin. Tämä kehitys voi osaltaan kiihdyttää markkinan konsolidaatiota. Markkinan osoittaessa heikkoutta vahvimmat asiakassuhteet omistavat yhtiöt pärjäävät tyypillisesti parhaiten, kuten vuosien 2022-23 heikommassa markkinaympäristössä.

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

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

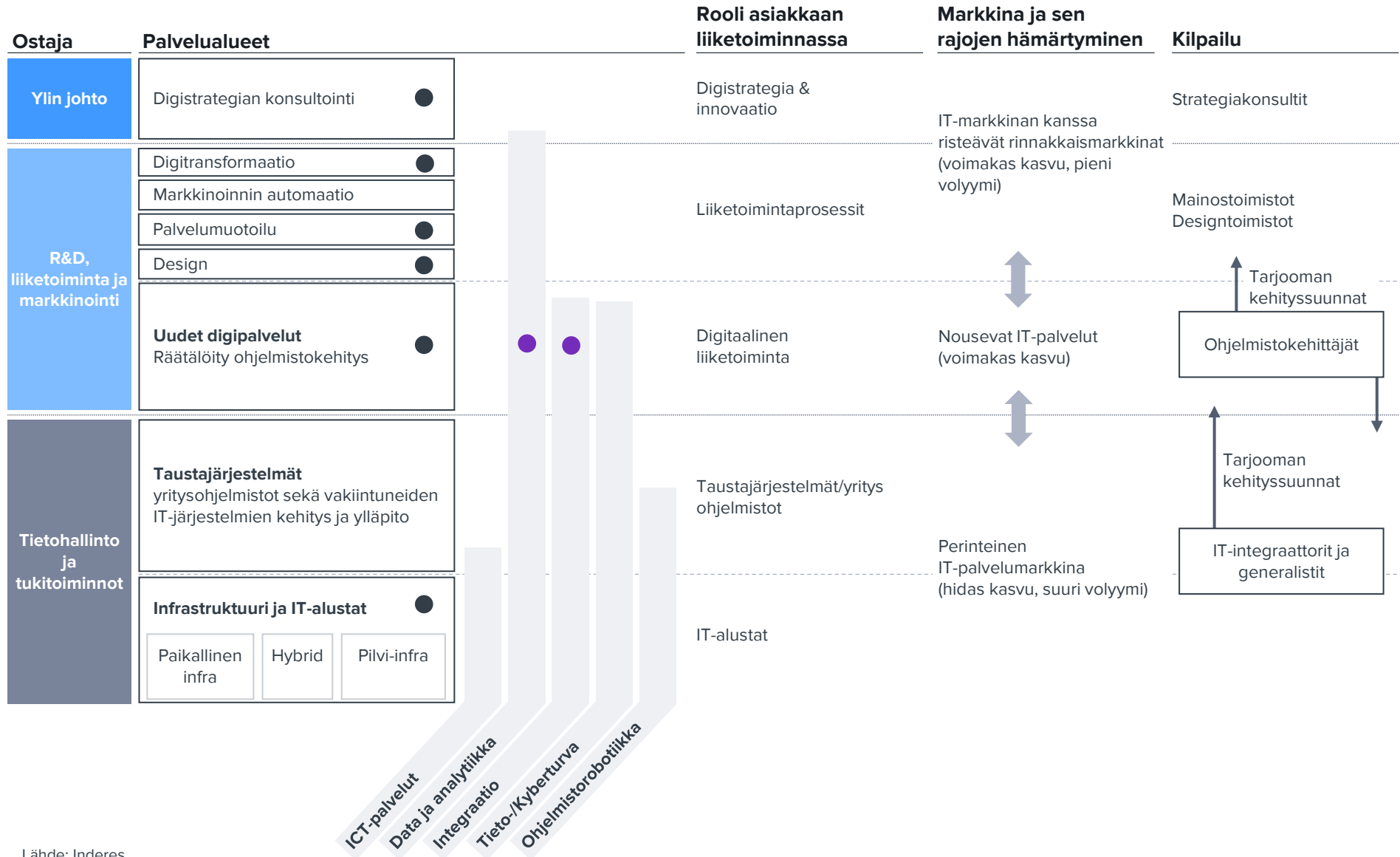
IT-markkinan kovin kysyntä on jo vuosia ollut uusien digitaalisten palveluiden kehittämisessä sekä luonteeltaan vielä melko kokeilevassa ohjelmistokehityksessä. Näkemyksemme mukaan markkinalla ollaan kuitenkin siirrytty viime vuosina vaiheeseen, jossa uusia digitaalisia palveluita ja nyt erityisesti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

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

# IT-palvelumarkkinan jakautuminen

## Goforen tarjonta

- Ydinsaamisalue
- Osaamisalue



# IT-palvelumarkkina 4/8

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

## Trendit organisaatioiden IT-ostamisessa

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

**Data ja analytiikka** on yksi markkinan kuumimmista trendeistä. Datasta on tulossa yhä useammalla toimialalla strateginen kilpailutekijä ja edellytys tekoälyratkaisuille. Useat toimijat ovat nostaneet sen keskiöön strategioissaan. Haasteena asiakkailla on yhdistää data siiloutuneesta tietohallinnosta läpi koko organisaation markkinointiin ja liiketoimintajohtoon. Voittajia ovat IT-yhtiöt, joilla on yhdistettyä analytiikan, koneoppimisen ja liiketoiminnan ymmärrystä.

**Tietoturva** on vielä suhteellisen pieni osa IT-palvelutoimittajien tarjoamissa, mutta se on datan tavoin nousemassa yhä vahvemmaksi kilpailutekijäksi. Tekoälyn kehitys antaa myötätuulta myös tietoturvan kysynnälle. Ostajat keskittyvät yhä enemmän tietoturvaan ja tämän osaamisen puuttuminen on toimittajalle selkeä maineriski. Geopoliittinen tilanne on entisestään lisännyt kysyntää. Useat sektorin yhtiöt investoivat parhaillaan tietoturvakyvykkyyksiinsä.

**Automaatio ja ohjelmistorobotiikka** ovat myös nousemassa palvelualueina tärkeämpään rooliin. Automaatio mahdollistaa tuottavuuden

parantamisen, joustavuuden, skaalautuvuuden ja paremman laadun sekä asiakaskokemuksen ilman suuria ja kalliita järjestelmähankkeita. Useat sektorin yhtiöt ovat kehittäneet tai hankkineet tätä osaamista (mm. Digital Workforce on alan pioneeri).

**Tekoälyosaamisen (AI)** markkina on ollut nopeassa kasvussa viime vuodet, eikä se ole enää pelkkä muotisana. Viimeaikoina markkina on ottanut nopeita harppauksia mm. ChatGPT:n kaltaisten teknologioiden saralla ja lähes kaikki toimijat pyrkivät hyödyntämään tekoälyä.

**Alihankintaverkostojen** rakentaminen on yksi viime vuosien selkeitä trendejä. Tällä yhtiöt paikkaavat osin rekryointitarvetta ja lisäävät joustavuutta. Goforella on suuri alihankintaverkosto ja yhtiö on käyttänyt sitä jatkuvasti.

**Near-shore** kyvykkyyksien rakentaminen on ollut yksi selkeä viime vuosien trendi. Koronan myötä etätyönteko on mahdollistanut tämän entistä laajemmin. Kustannustaso (palkat) nearshore maissa on kuitenkin myös kasvanut, mutta on yhä Pohjoismaita jäljessä ja tämä on yksi keino osaajapulan ratkomiseen.

**In-house trendi** on jatkanut kasvuaan yritysten digitaalisen maturiteetin kasvaessa. Digitaalisesti kyvykkäät asiakkaat haluavat itse johtaa ja pitää käsissään niiden arvonluonnin kannalta liiketoimintakriittisten IT-järjestelmien kehityksen.

**Ukrainan sodan** suoria vaikutuksia yhtiöiden liiketoimintaan on nähty hyvin vähän, ainoastaan Tietoevryllä. Venäjän ja Valko-Venäjän kapasiteetin käytännössä poistuminen markkinoilta ja Ukrainan kapasiteetin vähentyminen on lisännyt muiden eurooppalaisten maiden kysyntää. Isot organisaatiot ovat myös alkaneet arvioimaan tarkemmin

ostopäätöksiään Euroopan ulkopuolelta. Epäsuoria vaikutuksia on näkynyt kaikilla.

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

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

**Low-code- ja No-Code-ohjelmistokehitys** on tullut viime vuosina yhä yleisemmäksi. Kehityksen voi ajatella osin disruptiivan perinteistä ”helpompaa” ohjelmistokehitystä, kun ohjelmistokehitystä voidaan tehdä pienellä koodimäärällä tai kokonaan ilman. Osaltaan se on teknologian kehitystä, mihin yhtiöiden on sopeuduttava ja opittava hyödyntämään, mikä mahdollistaa ajankäytön haastavampien ja parempien ratkaisujen kehittämiseen.

**Pilvimurros jakaa markkinaa, vaikka kovin siirtymä alkaa olemaan takanapäin.** Asiakkaiden IT-toimintoja viedään edelleen pilveen hyötyjen takia ja siksi, että se on usein edellytys uusille digitaalisille liiketoimintamalleille. Hyötyjiä ovat ne, joilla on vahvaa omaa osaamista pilviteknologioissa. Häviäjiä ovat perinteisen paikallisen IT-infrastruktuurin toimittajat. Suurin pilvisiirtymä alkaa olemaan takanapäin Pohjoismaissa ja nyt aletaan siirtymään jatkuvaluonteiseen pilvipalveluun/ylläpitoon.

# IT-palvelumarkkina 5/8

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

**Halvimpien offshore-resurssien** merkitys kilpailutekijänä heikentyy, sillä uusia digitaalisia palveluita on vaikea toteuttaa luotettavasti, riittävän nopeasti ja kustannustehokkaasti offshore-resursseilla. Ohjelmistorobotiikka ja tekoäly heikentävät edulliseen työvoimaan pohjautuvaa kilpailuetua. Lisäksi off-shoren ja erityisesti near-shoren hintaetu on pienentynyt voimakkaamman palkkainflaation myötä. Häviäjiä ovat toimijat, joiden kilpailukyky on perustunut off-shoren kustannustehokkuuteen. Hyötyjiä ovat toimijat, jotka pystyvät yhdistämään paikallisen läsnäolon ja saavuttamaan riittävän kustannustehokkuuden nearshore-resursseilla.

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

**IT:n hankkiminen suurina projekteina vähenee** edelleen ja siirtyy kohti pienempiä, iteroivia prosesseja sekä jatkuvaa kehitystä. Häviäjiä ovat hidasliikkeiset projektiorganisaatiot. Hyötyjiä ovat

toimijat, joilla on osaamista ketterään tuotantoon, kyky hallita useiden eri toimittajien palveluita sekä kyvykkyudet jatkuvien palveluiden tuottamiseen.

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

**IT-investoinnit siirtyvät** asiakkaan liiketoiminnan tukiprosesseja tehostavista investoinneista kohti liiketoiminnan ydinprosesseja tai itse lopputuotetta parantaviin investointeihin. Häviäjiä ovat liiketoiminnan tukiprosesseja ja ERP-sidosryhmiä perinteisesti palvelleet toimijat. Hyötyjiä ovat uusien digitaalisten palveluiden kehittäjät, joilla on teknistä osaamista, taustajärjestelmien osaamista sekä liiketoimintaymmärrystä.

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

**Osaajapula, palkkainflaatio ja asiakashinnat ovat pätkinä ratkottavaksi sektorilla**

Näkemyksemme mukaan krooninen osaajapula ja asiakashintojen nousua voimakkaampi palkkainflaatio on yksi sektorin keskipitkän ja pitkän aikavälin keskeisistä haasteista. Tehokkuutta jatkuvasti parantamalla tämän yhtälön ratkominen käy ajan myötä yhä haastavammaksi. Erityisesti senioritason päässä on kyettävä erottautumaan muilla kuin palkkaan liittyvillä tekijöillä. Tällaisina tekijöinä pidämme muun muassa mielenkiintoisia asiakasprojekteja ja oman urakehityksen kannalta hyvää työympäristöä. Osaajista on myös kyettävä pitämään kiinni ja henkilöstön vaihtuvuus minimoimaan. Osaajapulaa ollaan viime vuosina sektorilla ratkottu lisäämällä ja rakentamalla

alihankintaverkostoja.

Palkkainflaatio on eri yhtiöiden kanssa käymiemme keskusteluiden perusteella ollut vuosina 2020-2023 2-6 % välillä osaamispainotuksesta riippuen. Vuonna 2023 Tietoevry odottaa palkkainflaation olevan keskimäärin 5 %, mutta sitä ajaa off-shore maiden korkeampi palkkainflaatio ja näin se on pohjoismaissa matalampaa. Goforen palkkainflaatio on ollut 3,1 % Q1-Q3'23 (vuonna 2022 2,9 % ja 2021 6,1 %). Goforen työehtosopimus, jossa palkankorotukset on sidottu orgaanisen kasvun ja kannattavuuden kehitykseen on mielestämme yksi keinoista hallita palkkainflaatiota. Yhtiön oma työehtosopimus on ollut voimassa vuodesta 2022. IT-palvelusektorilta myös Siilillä ja Innofactorilla on omat työehtosopimukset. Vastaavasti Goforen asiakashinnat ovat nousseet 3,5 % kompensoiden hyvin kulujen nousua (vuonna 2022 3,5 %). Lyhyemmällä aikavälillä hidastunut kysyntätilanne hillitsee palkkainflaatiota, kun heikossa talousympäristössä vaihtuvuus tyypillisesti pienenee, mutta samanaikaisesti korkea inflaatio aiheuttaa lisäpainetta palkankorotuksille. Osittain tätä pyritään hillitsemään maantieteellisesti halvempaa työvoimaa käyttäen, mikä ei kuitenkaan pitkällä tähtäimellä ole kestävä ratkaisu ongelmaan.

Asiakashintojen kehitys on vuosien ajan ollut sektorien kommenttien perusteella 0-2 % ja näin ollen selvästi palkkainflaatiota maltillisempaa. Henkilöstökulut vastaavat sektorilla karkeasti noin 2/3-osaa kuluista ja vertailu palkkainflaation kanssa ei täten mene yksi yhteen, mutta efekti on edelleen negatiivinen lähes kaikilla sektorin toimijoilla. Peukalosääntönä asiakashinnat ovat korkeammat yksityisellä sektorilla, kun taas julkisen sektorin sopimukset ovat perinteisesti pitkiä ja tarjoavat sitä kautta jatkuvuutta sekä ennustettavuutta, mikä mahdollistaa laskutusasteiden paremman hallinnan.

# IT-palvelumarkkina 6/8

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

## Markkinan tulevilta voittajilta odottamme piirteet

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

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

**Yritykset, jotka pystyvät vahvemmin**

**yhdistämään myös junioriresurssit**, pystyvät arviomme mukaan kasvamaan vahvemmin ja kannattavammin. Tästä hyvä esimerkki on tanskalainen IT-palveluyhtiö Netcompany. Osittain junioriresurssien laajempi käyttö Suomessa vaatii muutosta myös ostajissa (ts. pois CV-mallista ratkaisuoastamiseen).

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

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

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

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

## Kilpailukyvyyn lähteet markkinalla

- Nyt erityisen tärkeitä ovat vahvat myynti- ja asiakaspalvelukyvykkyudet kilpailun siirryttyä jälleen vahvasti osaajista asiakkaisiin
- Jatkuva uudistumiskyky
- Kyky rekrytoida keskipitkällä ja pitkällä aikavälillä
- Elinkaaritarjoama
- Kuumat osaamisalueet:
  - Transformaatiokyvykkyys
  - Datan hyödyntäminen
  - Tietoturva
- Ketteryyt ja nopeus
- Osaajien kyvykkyudet (CV)

## Lisäarvo markkinalla

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



# IT-palvelumarkkina 7/8

## Yrityskaupat ja konsolidaatio sektorilla jatkuu

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

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

Pääosalla sektorin yhtiöistä on vahvat taseet ja käytännössä kaikilla terve kannattava liiketoiminta, joka jatkuvasti tuottaa hyvää

kassavirtaa ja vahvistaa edelleen tasetta. Omien osakkeiden käyttö on toki mahdollista ja monet yhtiöt ovat myös käyttäneet tätä mahdollisuutta. Usean yhtiön arvostustaso on kuitenkin tällä hetkellä melko matala ja oman osakkeen käyttö ei näin tarjoa samoja mahdollisuuksia omistaja-arvon luonnille.

Näkemyksemme mukaan velkavivun käyttö yritysostoissa on edelleen hyvä vaihtoehto, vaikka korkotaso on noussut, kun huomioidaan vahvat taseet ja yhtiöiden vahva kassavirta. Maltillinen velkavipu parantaisi myös oman pääoman tehokkuutta.

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

Digipalveluiden kehityksen markkinan siirtyessä nyt kypsempään vaiheeseen ja IT-markkinan eri osa-alueiden yhdentyessä on laajempi konsolidaatio todennäköistä, kuten Tiedon ja EVRYn sekä KnowITn ja Cybercomin fuusiossa nähtiin. Kiinnostava skenaario voisi olla kahden keskimarkkinan toimijan yhdistäminen vahvemmaksi haastamaan suuria generalisteja, kuten Bilotin ja Vincitin fuusio. Näkemyksemme

mukaan yhdistymisessä tulisi olla selkeitä liikevaihtosynergioita ja kilpailuetua vahvistavia tekijöitä. Suomen markkinassa on näkemyksemme mukaan listaamattomia toimijoita, joiden osaamispainotus, maantieteellinen läsnäolo ja asiakasportfolio sopisivat yhteen listattujen toimijoiden kanssa.

Selkeitä osaamisalueita, joita on viime vuosina hankittu tarjoaman vahvistamiseksi ovat neuvonanto, transformaatiojohtaminen, data ja analytiikka sekä robotiikkaa hyödyntävä automaatio osaaminen. Kyberturvaosaamista haluttaisiin, mutta ostokohteiden arvostukset rajoittavat arviomme mukaan transaktioita. Esimerkiksi DNV ostin Nixun noin 1,5-1,6x EV/S-kertoimella, mikä on korkea taso nykyisessä heikentyneessä markkinassa ja nykyisellä korkotasolla. Järjestelyjä on tehty myös toimituskapasiteetin takia, mutta etenkin tällä hetkellä, rekrytointimarkkinan ollessa helpompi, ovat yhtiöt varovaisempia tekemään järjestelyjä pelkän kapasiteetin vuoksi.

Goforella yritysostot ovat merkittävä osa strategiaa ja yhtiö on muokannut tarjoomaansa 9 yritysostolla viimeisen 7 vuoden aikana. Näin yhtiölle on kertynyt hyvää kokemusta järjestelyiden läpiviennistä ja integraatiosta.

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

1=matalin, 5=korkein.

Lähde: Inderes arvio

# IT-palvelumarkkina 8/8

## Viimeisten tuloskausien huomiot

Asiakaskysynnän epävarmuus realisoitui laajemmin sektorilla Q2:lla, mutta kehitys oli jopa aiempaa kaksijakoisempaa. Q3:lla tilanne parani hieman vaikeasta Q2:sta, kun yhtiöt kerkesivät reagoimaan tilanteeseen, mutta kysyntä edelleen selvästi viime vuotta heikommalla tasolla. Yhtiöt, joilla räätälöidyllä ohjelmistokehityksellä ja suuri paino yksityisellä sektorilla kärsivät suhteellisesti enemmän. Vaikean Q2:n jälkeen odotukset loppuvuodelle oli vedetty alas ja liikevaihdot olivat siten isossa kuvassa linjassa odotuksiimme, kun taas monien yhtiöiden tulokset ylittivät matalat odotuksemme. Ennustamme kaksijakoisuuden jatkuvan osin vuonna 2024, mutta kysyntänäkymän pysyvän kokonaisuutena vaisuna yksityisellä sektorilla, kun taas julkisen sektorin kysynnän arvioimme pysyvän tyydyttävällä tasolla.

IT-palvelusektorin yhtiökohtaiset Q3-luvut ovat nähtävissä oikealla taulukosta. Keskeisiä huomioita sektorilta viime neljänneksiltä ovat:

- Orgaaninen kasvu hidastui selvästi Q2'23:lla ja oli 0 % (Q1: 10 %), mutta kasvoi Q3:lla 2 %. Q3:lla kehitystä hidasti Q2:n tapaamien vertailukautta yksi työpäivä vähemmän, kun taas Q1:llä oli yksi työpäivä edellisvuotta enemmän.
- Kannattavuus laski Q3:lla heikon liikevaihdon kehityksen myötä ja kun toteutetut kulusäästöt eivät vielä ehtineet täysin purra. Kannattavuudet ylittivät kuitenkin matalat odotukset monilla yhtiöistä.
- Heikon markkinan ajamana kesällä ja syksyllä ollaan nähty useita muutosneuvotteluita (jopa 2 per yhtiö) ja tulosvaroituksia.
- IT-palvelusektorin odotukset vuodelle 2024 luettavissa [tästä](#). Marraskuussa julkaistu IT-podi kuunneltavissa [tästä](#). Koko IT-palvelusektorin Q3'23-yhteenveto [tästä](#), Q2'23-yhteenveto katsottavissa [tästä](#) ja kuunneltavissa [tästä](#), Q1'23-yhteenveto

katsottavissa [tästä](#).

## Sektorin lyhyen aikavälin näkymät

IT-palvelusektorin yhtiökohtaiset 2024 ennusteet ovat nähtävissä oikealla taulukosta. Keskeisiä huomioita lyhyen aikavälin näkymistä:

- Lyhyellä aikavälillä markkinassa on selvää epävarmuutta joka on realisoitunut sektorilla kysynnän hiipumisena sekä hintakilpailuna.
- Nyt pärjäävät yhtiöt joilla on jatkuvaluonteista liikevaihtoa (pidemmät tilauskirjat), syvät ja strategiset asiakassuhteet, ovat julkisella sektorilla, pitkiä sopimuksia, toiminnanohjaustekemistä ja yleisesti ne, jotka tekevät asiakkaiden liiketoimintakriittisiä ratkaisuja. Heikommin taas pärjäävät yhtiöt, joilla on yksityisellä sektorilla ja ohjelmistokehityksellä suuri paino.
- Isossa kuvassa voidaan edelleen sanoa, että kilpailu on siirtynyt ensimmäistä kertaa todella moneen vuoteen tekijöistä asiakkaisiin.
- Laskeva vaihtuvuus ja asiakaskysynnän epävarmuus hillitsee todennäköisesti voimakkainta palkkainflaatiota. Odotammekin palkkainflaation myös maltillistuvan lyhyellä aikavälillä sektorin tasolla Osalla yhtiöistä vaihtuvuus jopa laskee palkkainflaatiota.
- Useiden yhtiöiden kustannussäästöohjelmat tukevat kannattavuuksia ensi vuonna.
- Tekoäly on myös ollut kuuma puheenaihe, ja osaltaan se kiinnostaa erityisesti tässä markkinatilanteessa, koska sillä on mahdollista saavuttaa asiakkaalle kustannussäästöjä ja tehostaa myös toimittajien työtä. Kokonaisuutena tekoälyllä on kuitenkin toistaiseksi yhä pieni rooli. Lähivuosina se avaa kuitenkin uusia kasvomahdollisuuksia. IT-palveluyhtiöiden on arvioimme mukaan isossa kuvassa kuitenkin vaikeata hakea tekoälystä kilpailuetua toisiinsa.

Q3'23	Kasvu, %	Q3'23		
		Orgaaninen kasvu, %	EBITA-% oik.	EBITA-% oik.
			Q3'23	Q3'22
Digia	7 %	6 %	8,3 %	8,7 %
Gofore	29 %	20 %	11,6 %	11,8 %
Innofactor	8 %	8 %	7,0 %	6,1 %
Loihde	1 %	-5 %	3,4 %	1,9 %
Silli	0 %	-4 %	4,7 %	8,7 %
Solteq	15 %	2 %	-5,5 %	-3,5 %
Tietoevry	-4 %	2 %	13,0 %	14,2 %
Vincit	-4 %	-4 %	6,3 %	8,8 %
Witted	23 %	-2 %	-2,0 %	-2,7 %
Keskiarvo	8 %	2,6 %	5,2 %	6,0 %
Mediaani	7 %	2,0 %	6,3 %	8,7 %

Lähde: Yhtiöt ja Inderes.

	2024e (Q3-raportin jälkeen)			2023e
	Kasvu, %	Orgaaninen kasvu, %	EBIT-% oik.	EBIT-% oik.
Digia	6 %	2 %	9,2 %	8,9 %
Digital Workforce	10 %	10 %	7,4 %	2,1 %
Gofore*	9 %	7 %	13,0 %	13,3 %
Innofactor	3 %	3 %	7,5 %	7,3 %
Loihde	-1 %	-1 %	3,8 %	1,8 %
Netum*	25 %	7 %	9,0 %	8,8 %
Silli	-1 %	-1 %	7,2 %	6,9 %
Solteq	-5 %	2 %	5,2 %	-3,4 %
Tietoevry	2 %	3 %	12,9 %	12,6 %
Vincit	0 %	0 %	6,6 %	4,8 %
Witted	0 %	-2 %	2,5 %	-0,5 %
Keskiarvo	4,4 %	3 %	7,7 %	5,7 %
Mediaani	2,2 %	2 %	7,4 %	6,9 %

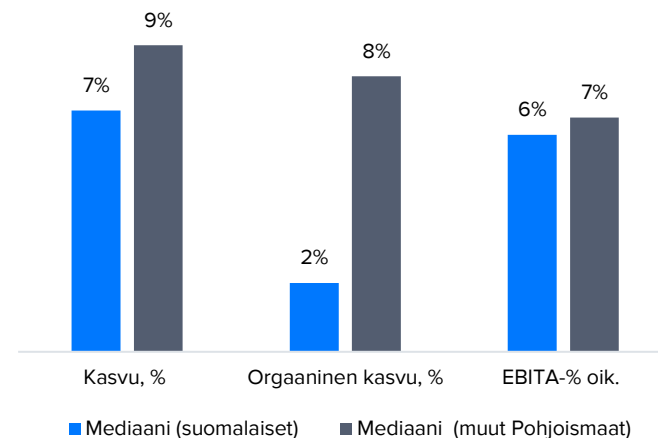
Lähde: Inderes ja \*Gofore lokakuun lukujen jälkeen

# Pohjoismainen IT-palvelumarkkina Q3:lla

Q3'23	Kasvu, %	Q3'23	EBITA-% oik.	EBITA-% oik.	Liikevaihto vs. odotukset	EBITA-% vs. odotukset
		Orgaaninen kasvu, %				
		Q3'23	Q3'22			
Digia	7 %	6 %	8,3 %	8,7 %	Linjassa	Linjassa
Gofore	29 %	20 %	11,6 %	11,8 %	Linjassa	Ylitti
Innofactor	8 %	8 %	7,0 %	6,1 %	Linjassa	Ylitti
Loihde	1 %	-5 %	3,4 %	1,9 %	Alitti	Ylitti
Siili	0 %	-4 %	4,7 %	8,7 %	Linjassa	Ylitti
Solteq	15 %	2 %	-5,5 %	-3,5 %	Alitti	Linjassa
Tietoevry	-4 %	2 %	13,0 %	14,2 %	Linjassa	Linjassa
Vincit	-4 %	-4 %	6,3 %	8,8 %	Ylitti	Ylitti
Witted	23 %	-2 %	-2,0 %	-2,7 %	Linjassa	Linjassa
Avensia	-2 %	-2 %	9,4 %	-1,5 %		
Addnode	11 %	-5 %	7,3 %	11,9 %		
Bouvet	12 %	12 %	10,3 %	10,6 %		
B3 Consulting	-2 %	-5 %	4,5 %	10,3 %		
CombinedX	20 %	8 %	6,3 %	2,9 %		
Exsitec	10 %	8 %	7,8 %	3,9 %		
Knowit	0 %	0 %	4,8 %	5,9 %		
Netcompany	8 %	8 %	11,9 %	20,4 %		
NNIT	19 %	11 %	5,8 %	0,8 %		
Proact Group	-3 %	-8 %	6,8 %	7,1 %		
Webstep	9 %	9 %	1,1 %	2,8 %		
<b>Keskiarvo (suomalaiset)</b>	<b>8 %</b>	<b>2,6 %</b>	<b>5,2 %</b>	<b>6,0 %</b>		
<b>Mediaani (suomalaiset)</b>	<b>7 %</b>	<b>2,0 %</b>	<b>6,3 %</b>	<b>8,7 %</b>		
<b>Keskiarvo (muut Pohjoismaat)</b>	<b>8 %</b>	<b>3,3 %</b>	<b>6,9 %</b>	<b>6,8 %</b>		
<b>Mediaani (muut Pohjoismaat)</b>	<b>9 %</b>	<b>8,0 %</b>	<b>6,8 %</b>	<b>5,9 %</b>		
<b>Keskiarvo</b>	<b>8 %</b>	<b>2,9 %</b>	<b>6,1 %</b>	<b>6,5 %</b>		
<b>Mediaani</b>	<b>8 %</b>	<b>2,0 %</b>	<b>6,6 %</b>	<b>6,6 %</b>		

Lähde: Yhtiöt ja Inderes.

## IT-palvelusektori Q3'23



2023	Julkiset muutosneuvottelut	Liikevaihto-ohjeistuksen lasku	Tulosohjeistuksen lasku
Digia	Ei*	Ei	Ei
Digital Workforce	Ei	Kyllä	Ei
Gofore	Ei	Ei ohjeistusta	
Innofactor	Ei	Ei	Ei
Loihde	Ei*	Kyllä	Kyllä
Netum	Kyllä	Kyllä	Kyllä
Siili	Kyllä x2	Kyllä	Kyllä
Solteq	Kyllä	Kyllä	Kyllä
Tietoevry	Ei*	Kyllä	Kyllä
Vincit	Kyllä x2	Kyllä	Kyllä
Witted	Kyllä	Ei	Kyllä

Lähde: Inderes, Yhtiöt, \*Osaa organisaatiosta uudelleenjärjestely

# Sektorin yrityskauppoja pohjoismaissa

## IT-palvelusektorin yrityskauppoja Pohjoismaissa

Päivämäärä	Ostaja	Kohde	Liikevaihto MEUR	EBITDA MEUR	EBITDA-%	Henkilöstö	EV MEUR	EV/Sales	EV/EBITDA
09/23	Digia	Top of Minds	10,0	1,4	14 %	63			
07/23	Netum	Buutti Oy	9,3	1,1	12 %	110	10,0	1,1x	9,1x
04/23	Azets	Solteqin Microsoft ja Retail toimintoja	11,2	1,5	~13 %	60	15-20	1,3x-1,8x	10x-13x
02/23	DNV Group	Nixu	60,2	2,4	4 %	393	98,0	1,6x	41x
01/23	Netum	Studyo	1,3	0,1		14			
01/23	Investcorp International	Eficode Oy	150,0			600			
11/22	Solteq	S2B Energia Oy				10			
11/22	Loihde	Onrego	7,1	0,5	7 %	30	4,3	0,6x	~9x
11/22	Gofore	eMundo	~8	0,8	9 %	96	8,0	~1x	~8x
10/22	Digia	Avalon	2,4	0,4	15 %	24			
10/22	Siili	Haallas	5,8	0,9	~15%	>50	3,75-9,0	0,6x-1,6x	4x-10x
09/22	Witted	Nexec Oy	12,8	0,7	5,8 %	80	8,3-12	0,7x-0,9x	11x-16x
07/22	Vincit	Bilot (sulautuminen)	30,5	0,6	2,1 %	195			
06/22	Digia	Productivity Leap Oy	5,5	1,2	22 %	35			
06/22	Innofactor	Invenco Oy	6,3	0,4		50	3-7	0,5x-1,1x	8x-19x
06/22	Knowit	Marketing Clinic Oy	10,5			60	8,5-10	1,0x	
05/22	Pinja	Oiwa	2,1			25			
04/22	Digia	MOST Digital	3,0	0,0	0 %	34			
01/22	Gofore	Devecto	10,7	2,0	19 %	130	21-26	2,0x-2,4x	10x-13x
01/22	Solteq	Enerity Solutions Oy	2,2	0,3	~15 %	>20	4,5	2x	15x
11/21	Norvestor	Pinja	40,0			450			
11/21	HiQ	Lamia	8,3	2,7	33 %	90			
10/21	NetCompany	Intrasoft International S.A.	197,0	18,0	9 %	2800	235	1,2x	13,1x
10/21	Netum	Cerion Solutions Oy	3,6	0,5		38	6-7,1	~1,8x	9x
10/21	Bilot	Motley	4,1	0,2		40	5,1	1,2x	26x
09/21	KnowIT	Capacent (johdon konsultointi)				50			
08/21	HiQ	Advicon				25			
08/21	Advania	Visolit				1200			
05/21	eCraft (Fellowind)	Project-IT	12,0			30			
05/21	Eficode	Beecom (SUI)	10,0	1,5	15 %	58	10	1,0x	6,7x
05/21	Loihde	Talent Base Oy	7,4	1,1	15 %	58	10	1,4x	9x
05/21	HiQ	Scandio (GER)				100			
05/21	Knowit	Cybercom				1200			13x
04/21	Vincit	Bonsky Digital	2,7	0,2	7 %	30	2,7-3,0	1,0x-1,1x	13x-15x
03/21	TSS	Innofactorin Prime-liiketoiminta	>2			15			
02/21	Aucerna	TietoEVRYN öljy ja kaasuu -liiketoiminta	~50			430	155	3,2x	
02/21	Solteq	Partiture Oy	2,4	1,0	40 %	16		1x	2x-3x
02/21	Gofore	CCEA ja Celkee Oy	5,6	1,2	21 %	50		1,1x	5,1x
12/20	IBM	Nordcloud	80,0			490			
12/20	Digia	Climber (SE, FI, DK, NED)	13,8	0,7	5 %	77	8-14	0,6x-1,0x	12x-20x
12/20	Siili	Supercharge (Unkari)	9,0	2,1	23 %	115	17	~1,8x	~8x
08/20	Triton	Hiq	~180	~25	14 %	1500	~340	1,9x	13,6x
08/20	Bilot	CastorIT	7,3	0,9	12 %	60	8,8	1,2x	10x
08/20	Gofore	Qentinel	12,0	1,7	14 %	100	8,9-10,9	~0,9x	~6,4x
08/20	Pinja (Protacon)	PiiMega							

# Kilpailukenttä 1/5

## Kilpailijoita kolmessa tasossa

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

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

## Goforen kilpailijat

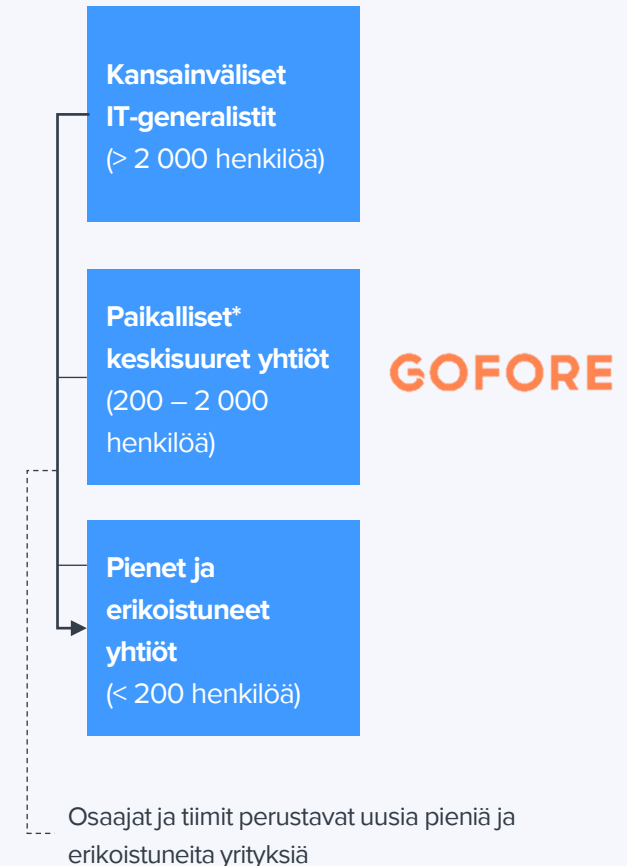
Goforen pääkilpailijoita ovat suuret, usein kansainväliset IT-generalistit sekä pienemmät ohjelmistokehitystalot. Suomen kilpailukentässä Gofore asemoituu selkeästi uusien, kasvavien ohjelmistokehitystalojen joukkoon.

Generalisteista kilpailijoina voidaan mainita Tietoevry, CGI ja Accenture. Gofore tai muut pienemmät toimijat eivät pysty erottumaan generalisteihin verrattuna tarjoamallaan tai toimituskyvykkyyksillään, vaan kilpailuetu tulee ketteryydestä ja pienemmän toimijan syvemmästä sitoutumisesta asiakkaaseen. Tämä on etuna

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



## Kilpailukentän dynamiikka



\*Keskisuurista yhtiöistä löytyy myös kansainvälisiä yhtiöitä kuten Silli, Gofore, Digia, Witted, Solteq, Vincit ja Innofactor.  
Lähde: Inderes

# Kilpailukenttä 2/5

## Suurien skaalaa vastaan taistellaan eri keinoin

Mielestämme suurten IT-generalistien selkeimpiä vahvuuksia ovat mittavat resurssit ja laajat tarjoamat, joita vahvistetaan usein kustannustehokkailla offshore-tuotannoilla.

Tyypillisesti näiden toimijoiden asiakas- ja teollisuusportfoliot ovat hyvin laajoja. Näin myös asiakas- ja toimialaymmärrykset ovat yleensä pienempiä toimijoita syvempiä. IT-generalistien geeniperimän ytimessä on vahva taustajärjestelmäosaaminen.

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

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

enemmän päällekkäisyyttä).

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

## Kilpailuetuja rakennettava jatkuvasti

Toimialan hyvistä pitkän aikavälin kasvunäkymistä johtuen kilpailua on paljon, sillä markkinassa on useita toimittajia ja alalle tulon kynnykset ovat aikaisemmin todetun mukaisesti matalat. Arviomme mukaan myös edellytykset pelkällä teknisellä taituruudella ja yksittäisillä pisteratkaisuilla erottautumiselle ovat kapeat. Pitkällä aikavälillä näemmekin, että kilpailuetuja on rakennettava laajempien ja strategiaan kumppanuuksiin tähtäävien osaamisten päälle. Tämä puolestaan edellyttää yhtiöiltä sitä, että toiminnasta löytyy jatkuvaa dynaamisuutta, joustavuutta ja uudistumiskykyä. Pitkällä aikavälillä menestyäkseen yhtiöiden onkin mielestämme kyettävä lukemaan sekä teknologioiden että asiakastarpeiden kehittymisiä ja reagoimaan näihin muutoksiin omia osaamisia rakentamalla.



## Goforen kilpailutekijät

### Vahvistavat tekijät

- Ketterä ja todistetusti tehokkaasti toimiva liiketoimintamalli
- Vahva työnantajaimago ja kyky houkutellessa osaajia vs. suuret toimijat
- Vahva ja vakiintunut asema sekä maine etenkin julkisella sektorilla, mutta viime vuosina myös yksityisellä sektorilla osoittanut hyvää kilpailukykyä
- Vahva asema arvoketjussa osin neuvonantopalveluiden ansiosta ja siten tärkeitä hinnoitteluvoimaa
- Kyvykkyys toimittaa vaativia hankkeita vs. pienet toimijat

### Heikentävät tekijät

- Kapeampi tarjoama vs. generalistit, joilla mittavat offshore-resurssit ja laajat kyvykkyydet
- Useita pieniä ketteriä toimijoita haastajina, ohjelmistokehityksessä matala alalle tulon kynnyks
- Ei merkittävää ylläpitoliiketoimintaa tai jatkuvuutta
- Kansainvälisesti ei vielä samaa tunnettavuutta kuin Suomessa

# Kilpailukenttä 3/5

Tätä taustaa vasten pidämme aidosti kestävien kilpailualueiden luomista rakenteellisesti vaikeana harjoituksena. Pitkän aikavälin arvonluonnille emme kuitenkaan näe tätä esteenä.

## Vertailuryhmän kasvu ja kannattavuus

Tarkastelemme seuraavan sivun kuviossa listattujen sekä listaamattomien suomalaisten ja muiden Pohjoismaisten IT-palveluyhtiöiden kasvua ja kannattavuutta. Vertailussa on mukana lisäksi joitain Yhdysvaltalaisia alan toimijoita, jotka toimivat globaalisti ja joilla on merkittävä rooli Euroopan markkinalla sekä Iso-Britannialainen Kainos.

Vertailuryhmän kasvu vuositason 2018-2022 on ollut keskimäärin noin 22 %, mitä selittää markkinan kasvu, monien toimijoiden nopea orgaaninen kasvu sekä yrityskaupat. Voimakkaimmin kasvaneet yhtiöt ovat laajentuneet niin yritysostoin kuin myös orgaanisesti. Vahvoja orgaanisia kasvavia ovat olleet mm. Luoto, Gofore, Sulava, Siili, Vincit, Witted, Futurice, Netum, Reaktor, Eficode, Bouvet Netcompany. Hitaimmin ovat kasvaneet suuremmat toimijat, jotka ovat kärsineet markkinan murreksesta (kuten Tietoevry, Enfo ja CGI).

Kasvua tarkasteltaessa on havaittavissa, että Suomen IT-markkinalla pienet erikoistuneet toimijat ovat yltäneet selvästi nopeimpaan kasvuun. Tämä heijastaa perinteisen järjestelmäkehityksen kysynnän hiipumista ja IT-kysynnän painottumista uusille alueille, joihin pienemmät ja ketterämmät toimijat ovat pystyneet tehokkaammin vastaamaan. Viimeisen parin vuoden aikana monet aikaisemmin pienet ja ketterät toimijat ovat kuitenkin kasvaneet suhteellisesti jo isompaan kokoluokkaan ja

kasvuvauhdin ylläpitäminen käy yhä haastavammaksi, mikä on näkynyt joillain yhtiöillä vuosina 2019-2021 orgaanisen kasvuvauhdin hidastumisena. Selkeä erottuva yhtiö on tanskalainen Netcompany, joka lähes 5000 osaajasta (nyt 7700) huolimatta pystyi kasvamaan palveluliiketoiminnassa orgaanisesti ~20 % vuosivauhtia ja yli 25 %:n EBITDA-marginaalia. Lisäksi Goforen orgaaninen kannattava kasvu on jopa kiihtynyt viime vuosina, vaikka yhtiö on saavuttanut jo merkittävän kokoluokan.

Kannattavuuden osalta vertailujoukon keskiarvo on 11 % käyttökatteella (EBITDA-%) mitattuna vuositason 2018-2022 (2017-2021: 12 %). Yhtiöt ovat keskimäärin kannattavuudeltaan terveellä tasolla. IFRS-16-muutos nosti IFRS-kirjanpidossa olleiden yhtiöiden käyttökatemarginaaleja noin 1-3 %-yksikköä vuodesta 2019 alkaen (efekti laimeampi keskiarvoja katsottaessa). Tämä heikentää vertailukelpoisuutta vuotta 2019 edeltävään jaksoon ja erityisesti FAS-kirjanpidossa oleviin yhtiöihin. IT-palveluiden toimialalla olemme pitäneet yli 10 % EBITDA-tasoa hyvänä kannattavuustasona (ilman IFRS-16-vaikutusta). Yksinumeroisiin kannattavuustasoihin yhtiöiden ei pitäisi olla tyytyväisiä. Suuret generalistit Tietoevry ja CGI ovat tehneet hyvää kannattavuutta hitaasta kasvusta huolimatta, mikä perustuu niiden vahvaan markkina-asemaan ja ohjelmistoliiketoimintaan.

Kannattavuuden ja kasvun yhdistelmää viiden vuoden ajalta vertailemalla markkinassa erottuvat muutamat toimijat ylitse muiden. Tähtipelaajien lokeroon asettuvat suomalaisista yhtiöistä Gofore, Solita ja Netum sekä tanskalainen Netcompany, isobritannialainen Kainos, norjalainen Bouvet ja Yhdysvaltalaiset Globant, Endava sekä Epam.



## Kasvuajurit

### Pitkä aikaväli

- Digitalisaatio kiihdyttää ja kasvattaa markkinaa.
- Tekoäly luo uusia kasvumahdollisuuksia
- IT:stä tulee yhä keskeisempi osa yhtiöiden liiketoimintaa ja strategiaa
- Asiakashintojen nousu
- IT-palvelumarkkinan määritelmä laajenee
- Kansainvälistyminen ja near-shoren kasvattaminen
- Yritysostot

### Lyhyt aikaväli

- Tehokas myyntitoiminto
- Asiakashintojen lasku
- Rekrytointi – työntekijäimago, matala vaihtuvuus
- Tehokkuuden parantaminen laskutusasteiden ja/tai prosessitehokkuuden myötä
- Alihankinnan kasvattaminen
- Yritysostot



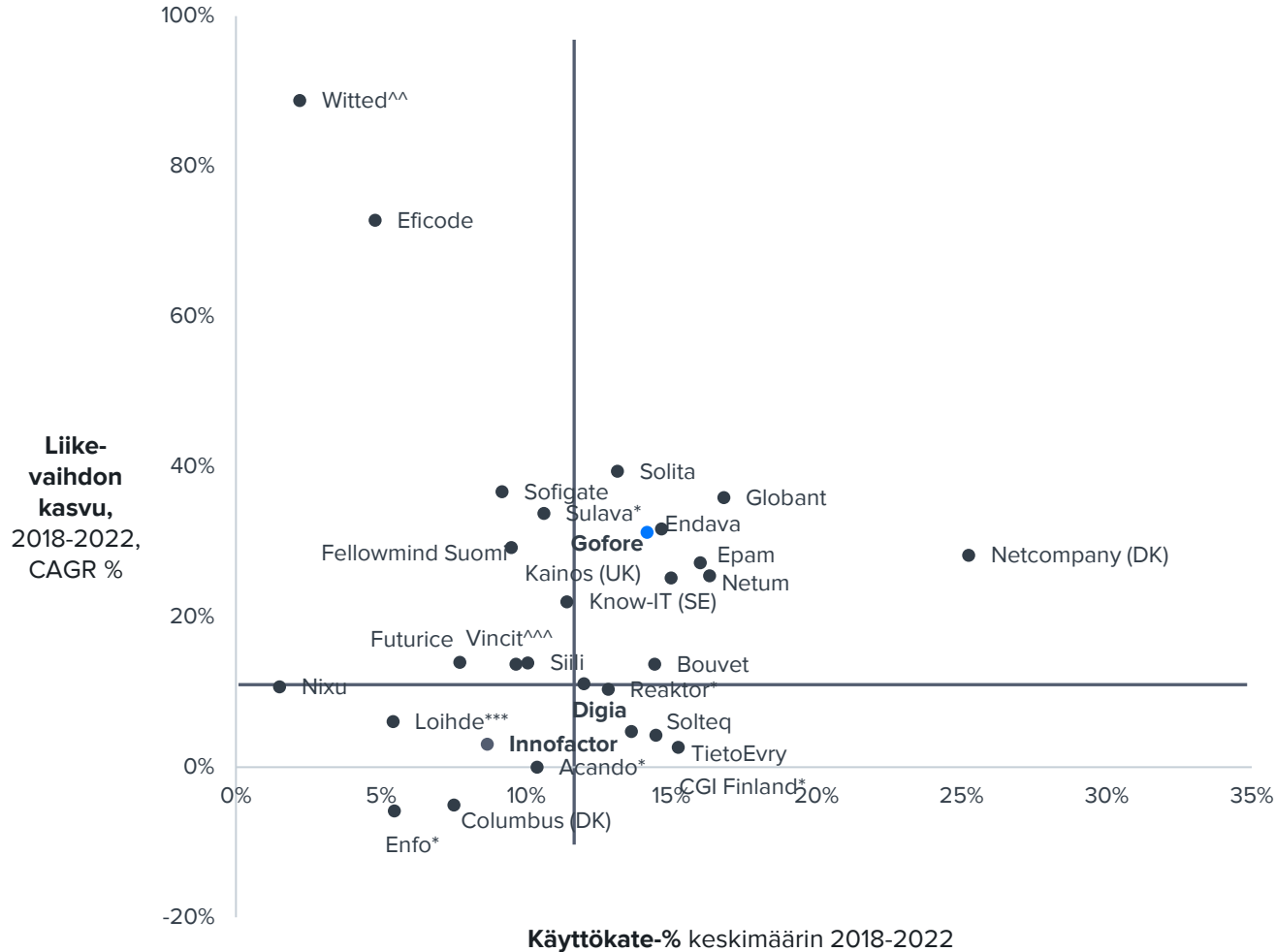
## Kannattavuusajurit

### Lyhyt aikaväli

- Asiakashinnoissa painetta
- Laskutusasteet
- Vaihtuvuuden hallitseminen
- Palkkainflaation hillitseminen
- Tehokkuuden parantaminen

# Kilpailukenttä 4/5

## Kilpailijoiden taloudellinen kehitys 5v



Lähde: Inderes, yhtiöt. Luvut sisältävät IFRS 16 -muutoksen vuodesta 2019 lähtien, osalla

\*vuodet 2017-2021

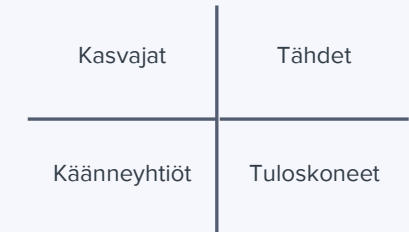
\*\*Sisältää Tiedon ja Evryn itsenäiset luvut ensin vuosilta 2017-2020

\*\*\*Vuodet 2019-2022; Loihteen osalta käytetty digitaalisen kehityksen liikevaihdon kehitystä ja konsernin käyttökate

^Käyttökate-% -10,7 %; ^^Vincitin ja Bilotin konsolidoidut luvut



## Kilpailukentän profiili



### Tähdet

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

### Kasvajat

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

### Tuloskoneet

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

### Käänneyhtiöt

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



# Kilpailukenttä 5/5

Suomen markkinarakenteen asiakaskoon ja palvelualuekohtaisen asemoitumisen perusteella



# Strategia 1/3

## Strategian ajurina on jatkuva muutos

Goforen tavoitteena on olla IT-markkinan kasvaviin alueisiin keskittyvä kasvuyhtiö. Yhtiö pyrkii edelleen vahvistamaan asemaansa ketteränä ja kulttuurillisesti vahvana, jatkuvasti kehittyvänä asiantuntijaorganisaationa, joka auttaa asiakkaita vaativissa digitaalisissa muutoksissa. Goforen visiona on olla merkittävin digitaalisen muutoksen asiantuntijayrityksistä Euroopassa vuonna 2027. Yhtiön missio on muuttaa maailmaa entistä paremmaksi digitalisaation keinoin ja työkuultuuria uudistamalla. Tulevaisuuden ennustamisen sijaan Goforen toiminta-ajatus perustuu enemmän jatkuvaan muutokseen ja toimintaympäristön muutoksiin reagointiin yhdessä asiakkaidensa kanssa. Yhtiö ei strategiassaan ole erikoistunut tiettyihin osaamisalueisiin tai teknologioihin.

Gofore tarkensi strategiaan loppuvuonna 2022 vuosille 2023-2024. Yhtiön fokusteemat ovat toimialapainotus, vastuullisuus, tulevaisuuden työ ja kansainvälisyys. Strategiapäivityksessä Gofore tuo nähdäksemme erityisesti tiukemman toimialafokuksen. Vastuullisuus mielestämme myös korostuu aikaisempaa enemmän strategiassa ja erityisesti julkisella sektorilla tätä vaaditaankin. Teemoista johdettavat kasvustrategian suunnat ovat:

- 1) Digital Society –toimialana (julkisen sektorin) tavoite hyödyntää Suomen vahvaa osaamista kansainvälisesti.
- 2) Intelligent Industry –toimialana (teollisuus) tavoitteena on kasvattaa osuutta asiakkaiden IT-investoinneista ja toimittaa suurempaa osaa tarjoomasta.
- 3) Yritysjärjestelyjen kautta edelleen uudistaa tarjoomaa ja laajentaa asiakasportfoliota.

Tärkeimpänä kasvualueena yhtiö näkee teollisuuden. Näkemyksemme mukaan tämä on selkeä sillä siinä on helpoin ja suurin kasvupotentiaalia yhtiölle. Goforen julkisen sektorin markkinaosuus on jo suuri Suomessa ja kansainvälisesti ostajat varovaisempia. Teollisuudessa markkinapotentiaalia on Suomessa ja kansainvälisesti huomattavasti ja yhtiöllä on jo näyttöjä parilta vuodelta vahvasta kasvusta.

Vastuullisuus tuli vahvasti esille strategiassa ja viestinnässä. Yhtiö hakee hieman edelleen tulokulmaa markkinaan, mutta tavoitteena on ymmärryksemme mukaan, että tästä tulisi lopulta yksi oma konsultointikyvykkyys. Hiilijalanjälki näkökulmasta yhtiöllä ei ole suuremmin parannettavaa. Työkuulttuurissa ja sosiaalisella puolella yhtiö haluaa olla vastuullisuudessa esimerkin näyttävä.

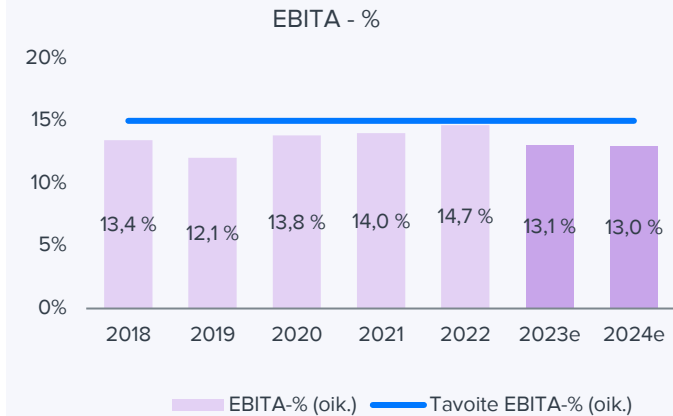
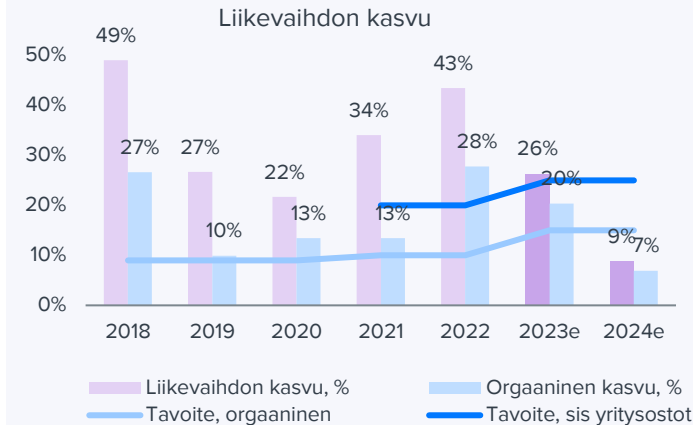
Goforen toimintaperiaatteisiin kuuluvat edelleen liiketoimintariskien minimointi, jatkuva muutos ja työkuultuurin jatkuva kehittäminen. Liiketoimintariskien minimointi tarkoittaa, ettei Gofore laajene projekteihin, joissa se joutuu kantamaan asiakkaan riskejä. Keskeinen osa strategiaa on myös yhtiön oma johtamiseen käytetty Digital Gofore -alusta, jonka avulla yhtiö uskoo säilyttävänsä tehokkuuden ja ketteryyden myös yritys-kasvaessa huomattavasti.

Strategisesti haasteena Goforella on IT-palvelusektorin muiden nuorten yhtiöiden tavoin jatkuvan ylläpitoliiketoiminnan vähäisyys. Lisäksi kansainvälisyys nostaa riskitasoa, mutta yhtiö eteni alkuun hitaasti ja vaikuttaa nyt löytäneen reseptin kannattavalle kasvulle, mutta se vaati jatkuvia näyttöjä.

Pääomamarkkinapäivän kommenttimme on luettavissa [tästä](#) ja toimitusjohtajan haastattelu [tästä](#).



## Taloudelliset tavoitteet



# Strategia 2/3

## Kasvu- ja kannattavuustavoitteet

Gofore tarkensi strategiassaan hieman myös taloudellisia tavoitteitaan. Goforen pitkän aikavälin taloudelliset tavoitteet ovat yli 25 %:n vuotuinen liikevaihdon kasvu (aik. 20 %), josta orgaanisen kasvun osuus on yli 15 % (aik. 10 %).

Kannattavuuden osalta Goforen 15 %:n oikaistu EBITA-tavoite pysyi ennallaan. Pidämme kasvu- ja kannattavuustavoitteita sektorin kontekstissa kunnianhimoisina, mutta Goforelle realistisina.

Arvioimme kasvutavoitteen osalta ulkomaisen liikevaihdon roolin (erit. DACH-alue) nousevan merkittävämpään rooliin lähivuosina.

Keskimääräiset ennusteemme orgaanisen kasvun osalta heijastelevat tavoitetasoja vuosille 2023-24 (20 % ja 7 %). Pidämme Goforelle yli 10 % orgaanista kasvua mahdollisena jopa heikompina vuosina, vahva kilpailukyky ja historia huomioiden. Yhtiön kasvanut kokoluokka, Suomen jo valmiiksi vahva markkina-asema julkisella setkorilla, vielä pieni kansainvälinen liiketoiminta ja vahvat vertailuluvut ovat hidastavia elementtejä.

Kannattavuuden osalta markkinatilanne tekee laskutusasteiden hallinnan haastavammaksi ja siten kannattavuusodotuksemme ovat hieman alle tavoitetasojen. Yhtiö on lähihistoriassa kuitenkin ylittänyt lähes tavoitetasoihin vuositasolla (2022 14,7 %). Yhtiön kasvu ja kannattavuus on ollut viime vuosina jatkuvasti selvästi yli sektorin, jopa kaksi kertaa parempaa.

Gofore on jo vuosia kehittänyt organisaatiota niin, että siihen voidaan tuoda ostettuja yhtiöitä. Keskeisenä osana yritysostojen integraatiota on ymmärryksemme mukaan Digital Gofore -alusta. Gofore on historiassaan kasvanut vahvasti ja onnistuneesti yritysostojen kautta. Yhtiön vahva

tase ja kassavirta antavat hyvin liikkumavaraa yritysostoille myös jatkossa (Q3'23 nettokassa 15 MEUR).

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

Isossa kuvassa Goforen strategian suurin kysymys on edelleen kuinka yhtiö onnistuu monistamaan julkisen sektorin vahvaa menestystään yksityisille ja kansainvälisille markkinoille sekä hallitsemaan kasvua sekä kannattavuutta. Tästä on kuitenkin saatu rohkaisevia näyttöjä jo parin vuoden aikana, kun orgaaninen kasvu ja kannattavuus on ollut vahvaa.

## Kansainvälistyminen ja vahvempi jalansija yksityisellä sektorilla teollisuuden asiakkaina

Goforella ei ole absoluuttisia tai suhteellisia tavoitteita erikseen kansainvälistymiselle tai yksityisen sektorin kasvulle. Tulkintamme mukaan näiden alueiden tulisi kuitenkin kasvaa selvästi konsernia nopeammin lähivuosina.

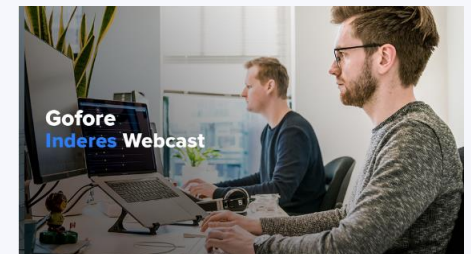
Gofore aikoo jatkaa kansainvälisen liiketoimintansa kasvattamista valitsemallaan DACH-alueella, jonka markkina on yli kymmenkertainen Suomen markkinaan verrattuna. Vuoden 2022 lopulla tehty eMundo-yritysosto antaa tähän vahvemmat muskelit ja lähiaikojen kansainvälisten suunnitelmien osalta onkin nähdäksemme kriittistä, että eMundon integraatio saadaan vietyä loppuun onnistuneesti ja hyvä operatiivinen trendi jatkuu. Yritysostot ovat yksi mahdollinen reitti kiihdyttää kansainvälistä kasvua ja pidämme tätä todennäköisenä.

## Strategian toteutuksessa seurattavia asioita

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



**Katso yhtiön pääomamarkkinapäivän tallenne:**



# Strategia 3/3

Lisäksi yhtiö haluaa kasvaa kansainvälissä asiakkaisissa palvelemalla niitä Suomesta. Yhtiön kansainvälistymisen strategia on viimeisen vuodenaikana edennyt huomattavasti ja näytöt ovat lisänneet luottoa jatkon osalta.

Asiakassektoreittain yhtiön tavoite on kasvaa sekä Digital Society- ja Intelligent Industry –toimialoilla. Fokus on ymmärryksemme mukaan kuitenkin teollisuuden asiakkaisissa. Yhtiö on vahvistanut yksityisen sektorin asiakasportfoliota Mangodesign-, Devecto-, CCEA-, eMundo- ja Creanex-yrityskauppojen myötä. Yksityinen sektori, joka sisältää arviomme mukaan samalla suurimman osan kansainvälisestä liiketoiminnasta on kasvanut hyvin. Yhtiön suhteellisen kapea fokus yksityisellä sektorilla teollisuuden asiakkaisissa on mielestämme aluksi perusteltua, koska silloin yhtiö voi rakentaa selvää kilpailuetua ja ala on yksinään jo huomattavan suuri nykyiseen kokoluokkaan nähden.

## Yrityskaupat

Arvioimme yritysostojen osalta Goforen tähyilevän edelleen pääsääntöisesti kansainvälisille markkinoille, mutta myös täsmähankinnat Suomesta ovat mahdollisia. Gofore on historiassaan kasvanut vahvasti ja onnistuneesti yritysostojen kautta ja uskomme sillä olevan hyvät edellytykset luoda omistaja-arvoa yritysostoilla myös tulevaisuudessa. Yhtiöllä on jo kokemusta yrityskaupoista kotimaassa ja Saksasta, mikä vähentää yritysjärjestelyihin liittyvää riskiä. Palvelualueittain yhtiö on saanut kriittiset osaamiset täytettyä, mutta yhtiö on innovatiivisesti laajentanut osaamista uusille alueille, joka vahvistaa kilpailukykyä. Lisäksi pidämme nearshore-järjestelyä mahdollisena keskipitkällä aikavälillä.

Historiallisista yrityskaupoista Leadin-kauppa vaikutti sujuneen hyvin. Solinor-kaupassa yhtiöllä oli vaihtuvuushaasteita. Silver Planet vaikutti myös

olleen hyvä ostos. Saksasta hankittu Mangodesign lähti kehittymään odotuksia hitaammin, mutta kokoluokaltaan kauppa oli hyvin pieni. Qentinel-kauppaan yhtiö on todella tyytyväinen, erityisesti palvelutarjoaman laajentamisesta näkökulmasta katsottuna. CCEA-kauppa oli varsinkin strategisesti onnistunut ja erottaa yhtiötä verrokeista. Devecto- ja eMundo- yritysosto ovat myös kasvaneet hyvin ostohetkestä. Creanex-hankinnasta on liian aikaista vielä sanoa onnistumisesta, mutta se tukee asiakkuustrategiaa ja syventää arvoa strategisissa teollisuuden asiakkaisissa.

Näkemyksemme mukaan Gofore on pystynyt olemaan aktiivinen yrityskauppamarkkinalla osin oman likvidin osakkeen korkean arvostuksen tukemana. Gofore on pyrkinyt minimoimaan yrityskauppariskejä käyttämällä omaa osaketta ja sitouttamalla avainhenkilöt.

Gofore on tehnyt yhdeksän yritysostoa vuosina 2017–2023 ja ostanut samalla noin 70 MEUR liikevaihtoa. Ilman Leadin kauppaa (kauppahinta ei tiedossa) yhtiö on ostanut ~66 MEUR liikevaihtoa ja vajaa 9 MEUR käyttökatetta vajaalla 70 MEUR:lla. Näin yritysostojen arvostus on ollut keskimäärin 1x EV/liikevaihto-kertoimella ja 7,8 EV/käyttökate kertoimella. Yhtiön oma arvostus vastaavilla kertoimilla samalla ajanjaksolla ollut keskimäärin 2,2x ja 14,8x. Yhtiö on maksanut osan kauppahinnoista käyttäen omaa osaketta ja osin suunnatulla annilla päälliställe siirryttäessä. Näin yhtiön epäorganista kasvua voidaan sanoa hyvin onnistuneeksi arvostuksen näkökulmasta katsottuna. Vahva orgaaninen kasvu ja kannattavuuskehitys sekä korkea sijoitetun pääoman tuotto kertovat mielestämme myös onnistuneista yritysostoista. Yhtiön vahva tase ja kassavirta antavat hyvin liikkumavaraa yritysostoille myös jatkossa (Q3'23: omavaraisuusaste 60 % ja kassa 30 MEUR).



## Goforen yrityskaupat

### Yritysostot (8 ilman Leadin)

Liikevaihto yhteensä	65,7
EBITDA yhteensä	8,8
Kauppahinnat yhteensä	68,7
EV/Liikevaihto	1,0
EV/Käyttökate	7,8

### Viimeisimmät

#### Gentinel Finland kauppa 2020

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

#### CCEA 2021

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

#### Devecto 2022

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

#### eMundo 2022

Liikevaihto	8,2
EBITDA-%	12 %
EV/liikevaihto	1,0x-1,3x
EV/EBITDA	8x-11x
Henkilöitä noin	96

#### Creanex 2023

Liikevaihto	4,690
EBITDA-%	12,2 %
EV/liikevaihto	1,1
EV/EBITDA	8,8
Henkilöitä noin	28

# Historiallinen kehitys

## Vahvaa ja kannattavaa kasvua läpi historian

Gofore on kasvanut vahvasti ja kannattavasti vuodesta 2009 lähtien. Suuremmassa kokoluokassa yhtiö on pystynyt 2010-luvun loppupuolella jatkamaan vahvaa ja hyvin kannattavaa kasvua. Keskimäärin liikevaihto on kasvanut 35 % (orgaanisesti 23 %) ja EBITA ollut 13,6 % vuosina 2018-2022. Näin kasvu ja kannattavuus ovat olleet selvästi listattua IT-palvelusektoria parempia (2018-22 orgaanisen kasvun mediaani vuosittain 11 % ja EBITA-% keskimäärin 7,6 %), lähes kaksi kertaa parempaa.

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

Vahvasta liikevaihdon kasvusta huolimatta Goforen kannattavuus on pysynyt sektorinsa parhaalla tasolla. Tämä on yleisesti IT-palvelusektorin yhtiölle poikkeuksellista, sillä nopea rekrytointivauhti tyypillisesti rasittaa konsulttiliiketoiminnassa kannattavuutta. Taso selittyy arviomme mukaan julkisen sektorin tasaisen kysynnän ja pitkien sopimuksien, vahvan käyttöasteiden hallinnan, projekti-riskien minimoinnilla ja korkean asiakaspysyvyyden myötä. Ketterät toimijat ovat pystyneet korkeasta kasvusta huolimatta pitämään yllä vahvoja käyttöasteita, koska asiakaskysyntä on hyvää ja ne onnistuvat ajamaan uudet osaajat nopeasti sisään projekteihin ja asiakkuuksiin.

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

## Vuosina 2022-23 yhtiö jatkoi vahvaa tekemistä vastatuulista huolimatta

Vuosi 2022 oli Goforelle ja koko IT-palvelusektorille Venäjän hyökkäyssodan myötä epävarmuuden vuosi, mutta kysyntä oli vielä isossa kuvassa hyvällä tasolla. Vuonna 2023 epävarmuus realisoitui osin markkinassa Q2:lla, mutta Gofore on edelleen jatkanut vahvaa kasvua.

Käsitlemme tässä myös vuotta 2023, koska vuosi on lähes paketissa ja liikevaihto jo tiedossa lokakuulta ja marraskuulta. Vuosina 2022-23e liikevaihto kasvoi 43 % ja 26 % 189 MEUR:oon. Kasvua tuki yritysostot. Orgaaninen kasvu oli 28 % ja 20 % vuosina 2022-23e. Lisäksi liikevaihdon kasvua tuki asiakashintojen nousu (+3,5 %), joka samalla paikkasi hyvin palkkainflaatiopainetta (+2,9 %). Gofore jatkoi Venäjän hyökkäyssodan ja globaalin markkinatalouden epävarmuudesta huolimatta vahvoja rekrytointeja myös orgaanisesti, mikä loi yhdessä hyvän myynnin kanssa perustan vahvalle kasvulle.

Maantieteellisesti katsottuna 11 % liikevaihdosta (2021: 9 %) tuli kansainvälisestä liiketoiminnasta ja loput 89 % Suomesta vuonna 2022. Q1-Q3'23:lla kansainvälisen liiketoiminnan osuus oli jo 17 % eMundo yritysoston ja vahvan orgaanisen kasvun vetämänä. Yksityisen sektorin osuus liikevaihdosta nousi 40 %:iin (2021: 35 %, 2020 26 %) ja julkisen sektorin osuus oli loput 60 %. Q1-Q3'23:lla yksityisen osuus nousi edelleen ja vastasi 43 % liikevaihdosta. Näin yksityinen sektori kasvoi hyvin vahvasti (40 %) yrityskauppojen tukemana. Goforen julkisen sektorin liikevaihto kasvoi myös vahvasti (26 %).

Oikaistu EBITA kasvoi 50 % 20,2 MEUR:oon vuonna 2022, mikä vastasi todella vahvaa 14,7 %:n

marginaalia. Kannattavuutta tuki vahvat laskutusasteet ja operatiivinen tehokkuus. Kannattavuutta voidaan pitää erinomaisena, kun huomioidaan markkinan lukuisat vastatuulet. Q1-Q3'23:lla kannattavuus laski hieman pääosin heikompien laskutusasteiden ajamana ja oli 13,1 %. Muilla tulosriveillä poistot ovat nousseet yritysostojen ajamana, mutta muuten kulurakenteessa ei ole suurempia muutoksia.

## Tase on vahva ja mahdollistaa uudet yritysostot

Gofore on ollut läpi historian taseeltaan todella vahva ja kevyt. Yhtiön tase on historiassa koostunut pääosin käyttöpääomatarpeisista. Yrityskauppojen myötä taseeseen on kuitenkin syntynyt liikearvoa. Gofore on historiassaan aina pitänyt vahvan nettokassan ja nettovelkaantumisen on ollut keskimäärin -69 % vuosina 2009-2022. Omavaraisuusaste on samana aikana ollut keskimäärin 52 %.

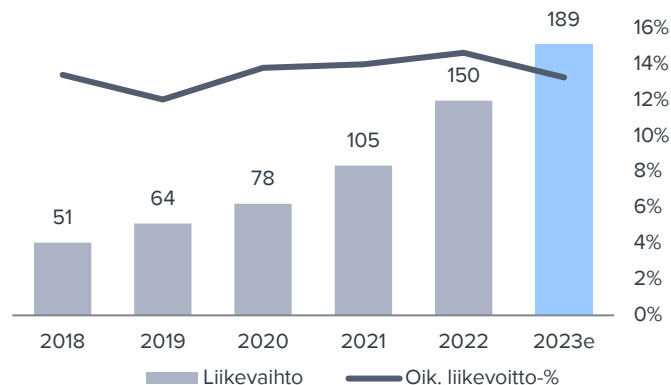
Q3'23:n lopussa yhtiöllä oli korollista vierasta pääomaa 14 MEUR (sisältäen 3 MEUR IFRS 16-velkoja) ja kassaa 30 MEUR. Yhtiön omavaraisuusaste oli 60 % (2022: 54 %) ja nettovelkaantumisaste -14 % (-30 %). Yhtiön tase on terveellä pohjalla johtuen terveestä liiketoiminnasta ja vakaasta rahavirrasta.

Goforen tase on hyvin tyypillinen IT-palveluyhtiön tase. Taseen suurimpia omaisuuseriä ovat liikearvo, aineettomat hyödykkeet, saamiset ja kassa jotka vastasivat 32 %, 15 %, 26 % ja 20 % Q3'23:n lopussa.

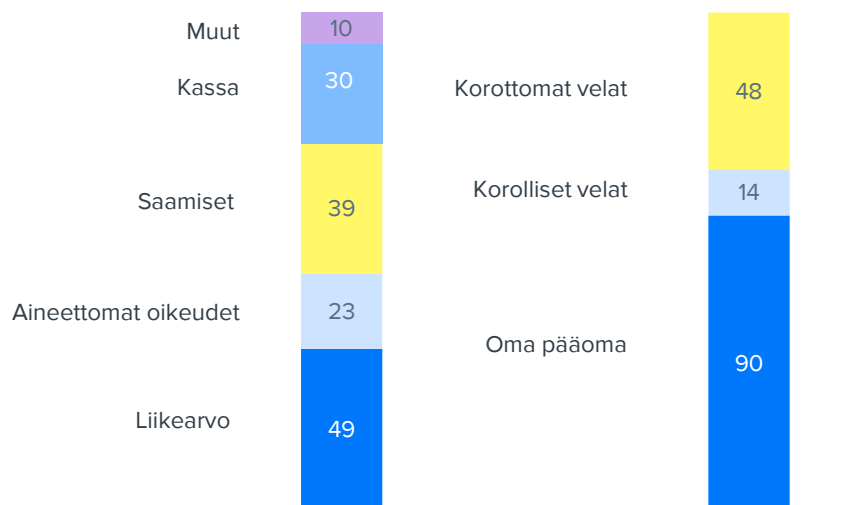
Goforen vapaan operatiivisen kassavirran ja käyttökatteen suhdeluku on ollut keskimäärin 91 % vuosina 2013-2022, mikä on erityisen hyvä taso voimakkaaseen kasvuun nähden.

# Historiallinen kehitys

Liikevaihdon ja kannattavuuden kehitys



Tase Q3'23 lopussa



Lähde: Gofore ja Inderes

Lyhennetty tuloslaskelma

	2018	2019	2020	2021	2022	2023e
Liikevaihto	50,6	64,1	78,0	105	150	189
Käyttökate (EBITDA)	7,0	9,2	12,3	17,1	22,7	27,6
EBITA (oik)	6,8	7,7	10,8	14,6	22,0	25,1
Liikevoitto (EBIT)	6,1	6,6	8,8	12,2	16,6	20,7
Tulos ennen veroja	6,1	6,5	8,6	11,3	15,9	20,3
Nettotulos	4,7	5,1	6,9	9,1	12,2	15,7
Osakekohtainen tulos	0,4	0,5	0,64	0,80	1,13	1,28
Vapaa kassavirta	2,4	0,6	-6,7	4,2	-7,3	3,1

Avainluvut

	2018	2019	2020	2021	2022	2023e
Liikevaihdon kasvu-%	49 %	27 %	22 %	34 %	43 %	26 %
Käyttökate-%	13,8 %	14,4 %	15,8 %	16,3 %	15,2 %	14,6 %
Oik. liikevoitto-%	13,4 %	12,1 %	13,8 %	14,0 %	14,7 %	13,3 %
Liikevoitto-%	12,0 %	10,3 %	11,2 %	11,7 %	11,1 %	11,0 %
ROE-%	24 %	19 %	20 %	19 %	17 %	18 %
ROI-%	25 %	21 %	19 %	19 %	19 %	19 %
Omavaraisuusaste	64 %	58 %	46 %	60 %	54 %	55 %
Nettovelkaantumisaste	-44 %	-48 %	-15 %	-41 %	-30 %	-25 %

Osakelukuja

	2018	2019	2020	2021	2022	2023e
EPS (oikaistu)	0,42	0,46	0,64	0,80	1,13	1,28
Kassavirta / osake	0,19	0,05	-0,48	0,28	-0,47	0,20
Osinko / osake	0,19	0,20	0,24	0,28	0,34	0,44
Omapääoma / osake	1,69	2,39	2,57	4,05	5,11	5,86

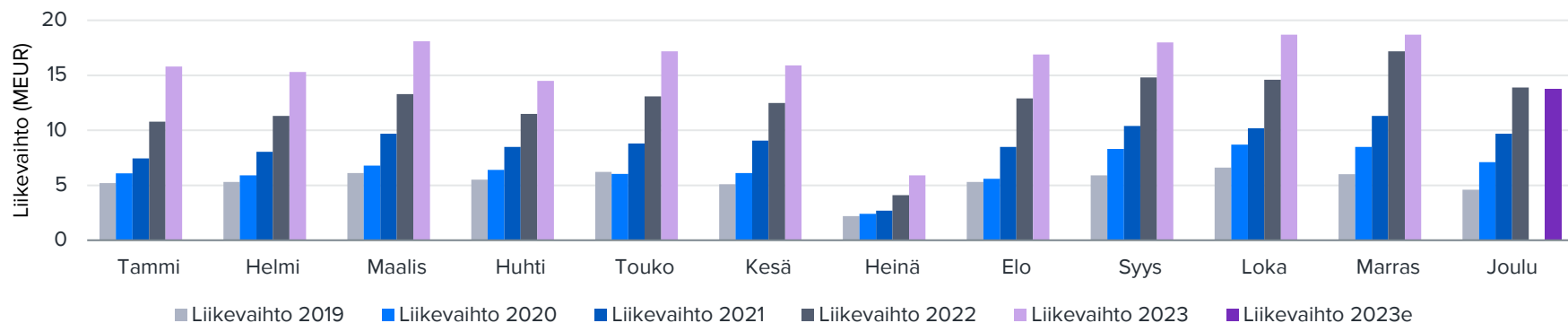
Lähde: Inderes ja \*IFRS kirjapito (2018 asti FAS)

# Historiallinen kehitys kuukausi ja vuosi

	Tot 2018	Tot 2019	Tot 2020	Tot 2021	Tot 1/22	Tot 2/22	Tot 3/22	Tot 4/22	Tot 5/22	Tot 6/22	Tot 7/22	Tot 8/22	Tot 9/22	Tot 10/22	Tot 11/22	Tot 12/22	Tot 2022	Tot 1/23	Tot 2/23	Tot 3/23	Tot 4/23	Tot 5/23	Tot 6/23	Tot 7/23	Tot 8/23	Tot 9/23	Tot 10/23	Tot 11/23	Tot 12/23	Enn 2023
<b>Liikevaihto</b>	<b>50,6</b>	<b>64,1</b>	<b>78,0</b>	<b>104,5</b>	<b>10,8</b>	<b>11,3</b>	<b>13,3</b>	<b>11,5</b>	<b>13,1</b>	<b>12,5</b>	<b>4,1</b>	<b>12,9</b>	<b>14,8</b>	<b>14,6</b>	<b>17,2</b>	<b>13,9</b>	<b>149,9</b>	<b>15,8</b>	<b>15,3</b>	<b>18,1</b>	<b>14,5</b>	<b>17,20</b>	<b>15,9</b>	<b>5,9</b>	<b>16,9</b>	<b>18,0</b>	<b>18,7</b>	<b>18,7</b>	<b>13,8</b>	<b>188,8</b>
muutos, %	49 %	27 %	22 %	34 %	45 %	40 %	37 %	35 %	49 %	38 %	52 %	52 %	42 %	43 %	52 %	43 %	43 %	46 %	35 %	36 %	26 %	31 %	27 %	44 %	31 %	22 %	28 %	9 %	-1 %	26 %
Henkilöstömäärä	495	582	724	799	993	1015	1043	1056	1068	1074	1062	1086	1126	1159	1292	1297	1106	1318	1342	1354	1385	1400	1396	1423	1448	1460	1466	1471	1476	1412
Kokonaiskapasiteetti, FTE2	460	539	669	745	917	942	968	988	1004	1015	1004	1016	1060	1092	1198	1210	1035	1225	1256	1271	1293	1311	1319	1341	1353	1374	1371	1376	1381	1323
Alihankinta, FTE3	50	53	105	113	147	153	155	156	163	162	78	156	183	186	199	173	159	186	184	189	187	192	170	83	166	186	184	181	156	172
Työpäiviä	252	252	253	253	20	20	23	19	21	21	21	23	22	21	22	20	253	21	20	23	18	21	21	21	23	21	22	22	18	251
muutos, %					5 %	0 %	0 %	-5 %	5 %	0 %	-5 %	5 %	0 %	0 %	0 %	-5 %	5 %	0 %	0 %	0 %	-5 %	0 %	0 %	0 %	0 %	-5 %	5 %	0 %	-10 %	
Liikevaihto per FTE, kk					10,2	10,3	11,8	10,1	11,2	10,6	3,8	11,0	11,9	11,4	12,3	10,1		11,2	10,6	12,4	9,8	11,4	10,7	4,1	11,1	11,5	12,0	12,0	9,0	
Liikevaihto/henkilö/työpäivä, kk					0,51	0,52	0,51	0,53	0,53	0,51	0,18	0,48	0,54	0,54	0,56	0,50		0,53	0,53	0,54	0,54	0,54	0,51	0,20	0,48	0,55	0,55	0,55	0,50	0,50
muutos, % v/v					2 %	3 %	4 %	6 %	5 %	1 %	15 %	5 %	0 %	0 %	2 %	1 %		5 %	3 %	5 %	3 %	2 %	1 %	9 %	1 %	2 %	0 %	-2 %	-1 %	1,4 %
muutos, % kk/kk					2 %	2 %	0 %	3 %	1 %	-5 %	-64 %	165 %	13 %	1 %	3 %	-10 %		6 %	0 %	1 %	1 %	0 %	-7 %	-61 %	145 %	14 %	-1 %	0 %	-9 %	
Henkilöstökasvu, kk	121	87	142	128	194	22	28	13	12	6	-12	24	40	33	133	5	498	212	24	12	31	15	-4	27	25	12	6	5	5	370
Oma kapasiteetti + alihankinta, kasvu kk			182	152	206	31	28	21	23	10	-95	90	71	35	119	-14	525	217	29	20	20	23	-14	-65	95	41	-5	2	-20	343
Kokonais FTE, kasvu kk	114	79	130	120	172	25	26	20	16	11	-11	12	44	32	106	12	465	191	31	15	22	18	8	22	12	21	-3	5	5	347
Alihankinta FTE, kasvu kk		3	52	32	34	6	2	1	7	-1	-84	78	27	3	13	-26	60	27	-2	5	-2	5	-22	-87	83	20	-2	-3	-25	-3
Alihankinta kokonaiskapasiteetin lisäksi (%)					14 %	14 %	14 %	14 %	14 %	14 %	7 %	13 %	15 %	15 %	14 %	13 %		13 %	13 %	13 %	13 %	13 %	11 %	6 %	11 %	12 %	12 %	12 %	10 %	

Lähde: Gofore ja Inderes

## Goforen liikevaihto kuukausitasolla



# Ennusteet 1/2

## 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, tuottavuuteen sekä palkkainflaatioon. Myös materiaalit ja palvelut ovat suoraan liikevaihtoon sidonnaisia alihankintakuluja. Kolmatta suurta kuluerää, liiketoiminnan muita kuluja ennustamme pääasiassa suhteessa liikevaihdon kehitykseen. Yhtiö investoi toiminnanohjauksen johtamisen alustan (Digital Gofore) kehitykseen, eikä näitä kehitysmenoja aktivoida taseeseen, mikä painaa liikevaihtoa (vajaa 2 MEUR) ja kannattavuutta.

Gofore raportoi kuukausittain sijoittajille liikevaihtoa, henkilöstön kokonaiskapasiteettia ja alihankintaa sekä työpäivien lukumäärää. Tämä parantaa sijoittajille läpinäkyvyyttä yhtiön kehitykseen ja liiketoimintaan, mikä isossa kuvassa pienentää myös osakkeen riskitasoa. Yhtiö raportoi kvartaaleittain myös EBITA-liikevoiton.

Gofore ei anna ohjeistusta, mikä lisää erityisesti nykyisen kaltaisessa epävarmassa ympäristössä ennusteisiin liittyvää epävarmuutta (ensi vuodelle). Yhtiön kuukausittaisten kattavien liiketoimintakatsausten myötä meillä on kuitenkin verrattain hyvä näkyvyys yhtiön liiketoimintaan sekä sen kehitykseen. Lisäksi yhtiön pitkäaikainen hyvin tasainen ja vahva tekeminen antavat luottoa kuluvaan vuoteen sekä pitkän aikavälin tavoitteita kohti etenemiseen.

## Markkinatilanne hidastaa hieman kehitystä, mutta on edelleen selvästi sektorin kärkeä

Goforen liiketoimintakatsauksien myötä teimme pieniä tarkennuksia ennusteisiimme (-1 ...-3%). Ennustamme Goforen kasvavan 8 % ja 14 % vuosina 2024-25 pääosin orgaanisen kasvun vetämänä. Yhtiö on osoittanut historiassa poikkeuksellisen vahvaa kasvua, joka vuosi, ilman "välivuosia" ja markkinan vastatuulista huolimatta. Tämä indikoi vahvaa kilpailuetua ja antaa luottamusta sektoria paremman tekemisen jatkumiselle myös jatkossa. Kasvua vetää arviomme mukaan yksityinen sektori ja kansainvälinen kasvu.

Odotamme EBITA-%:n laskevan 13,0 %:iin (2023e 13,3 %) vuonna 2024. Kannattavuuslaskua ajaa asiakashintojen paine ja markkinatilanteen myötä laskutusasteiden vaikeampi hallinta. Vuonna 2025 odotamme kannattavuuden jälleen palautuvan kohti historiallisia tasoja markkinatilanteen paranemisen tuella sekä sen myötä paremman laskutusasteiden hallinnan myötä.

Yhtiön palkkainflaatio joustaa sektoria paremmin yhtiön tuloskehityksen mukaan, johtuen omasta TES-sopimuksesta. Lisäksi yhtiö on osoittanut hyvää kykyä viedä inflaatiota asiakashintoihin. Yksityisen sektorin kasvu ja asiakassegmentin korkeammat asiakashinnat tukevat myös hintakehitystä.

Ennustamme oikaistun osakekohtaisen tuloksen kasvavan 1,35 euroon ja edelleen 1,64 euroon vuosina 2024-25 (2023e 1,28 €). Oikaisemme tuloksesta yrityshankintoihin liittyvät aineettomien hyödykkeiden poistot, koska ne eivät ole kassavirtavaikutteisia. Arvioimme yhtiön jakavan osinkoa reilu 40 % tuloksesta lähivuosina, mikä vastaa 0,50 ja 0,58 euron osakekohtaista osinkoa.

	Enn 1/24	Enn 2/24	Enn 3/24	Enn 4/24	Enn 5/24	Enn 6/24	Enn 7/24	Enn 8/24	Enn 9/24	Enn 10/24	Enn 11/24	Enn 12/24	Enn 2024
<b>Liikevaihto</b>	<b>18,3</b>	<b>17,5</b>	<b>17,1</b>	<b>18,2</b>	<b>18,3</b>	<b>15,8</b>	<b>7,0</b>	<b>17,3</b>	<b>19,0</b>	<b>20,7</b>	<b>19,0</b>	<b>14,9</b>	<b>203,3</b>
muutos, %	16 %	14 %	-5 %	26 %	7 %	0 %	18 %	2 %	6 %	11 %	2 %	8 %	8 %
Liikevaihto/henkilö/työpäivä, kk	0,53	0,53	0,54	0,55	0,55	0,53	0,20	0,49	0,56	0,55	0,55	0,51	0,51
muutos, % v/v	0 %	0 %	1 %	1 %	1 %	4 %	2 %	2 %	2 %	1 %	1 %	2 %	0,9 %
muutos, % kk/kk	7 %	0 %	2 %	1 %	0 %	-4 %	-62 %	145 %	14 %	-1 %	0 %	-8 %	
Oma kapasiteetti + alihankinta, kasvu kk	26	6	6	3	9	-11	-70	89	22	13	13	-13	93
Alihankinta kokonaiskapasiteetin lisäksi (%)	11,3 %	11,3 %	11,4 %	11,3 %	11,3 %	10 %	5,9 %	11 %	11,1 %	11,0 %	11,0 %	9,6 %	

Lähde: Gofore ja Inderes



Katso videohaastattelu 3-tuloksesta:





## Ennusteet 2/2

Arvioimme yhtiön käyttävän pääosan kassavirrasta edelleen yritysostoihin, mikä on hyvin perusteltua sillä yhtiön yritysostostrategia ja toteutus on ollut näkemyksemme mukaan hyvin arvoaluvaa.

Tuloksen lisäksi seuraamme myös tiiviisti laskutusteiden kehitystä, asiakashintojen muutosta sekä henkilöstön vaihtuvuutta ja palkkainflaatiota, koska nämä ovat keskeisiä liikevaihdon ja kannattavuuden ajureita.

### Keskipitkän aikavälin ennusteissa liikevaihdon kasvu vetää tuloskasvua

Arvioimme Goforen strategisen positioitumisen kasvaville digitaalisille alueille mahdollistavan yhtiölle edelleen sektoria paremman kasvun jatkumisen lähivuosina. Yhtiön mukaan sen johtamismallit rakentuvat 15 % EBITA-marginaalin mukaisesti ja yhtiö pystyy liiketoiminnan hyvän ennustettavuuden myötä suhteellisen tarkasti toimimaan tämän mukaisesti. Lyhyellä aikavälillä markkinaepävarmuus ja sen myötä asiakashintojen paine ja laskutusasteiden haasteellinen hallinta rajaa kuitenkin arviomme mukaan kannattavuuspotentiaalia. Lisäksi yrityskauppojen integraatiot ja suurten julkisten sopimusten uusimisien taitekohdat voivat hetkellisesti aiheuttaa epäjatkuvuutta yhtiön tekemiseen ja painaa kannattavuutta. Näemme kuitenkin Goforen olevan kilpailullisesti hyvässä asemassa niin osaajien saatavuuden kuin hinnoitteluvoimankin suhteen, mitä viime vuodet myös kuvaavat. Lisäksi yhtiöllä on vahvaa kokemusta yrityskaupoista ja niiden strategisesta arvosta, strukturoinnista sekä integraatiosta, mikä

lisää luottamusta jatkon osalta.

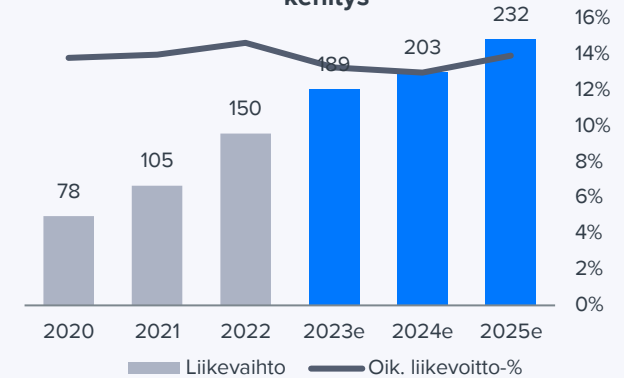
Vuosina 2026-2028 ennustamme liikevaihdon kasvavan 8-14 % (orgaanisesti) yksityisen sektorin ja kansainvälisen liiketoiminnan ajamana. Lisäksi odotamme EBITA-%:n laskevan hienoisesti vuosittain yksityisen sektorin vaikeamman projektin hallinnan ajamana ja olevan 13,3 vuonna 2028, mikä on edelleen selvästi sektoria vahvempi taso. Ennusteemme liikevaihdon kasvulle ovat alle yhtiön viime vuosien tason, mutta yli sektorin keskimääräisen tason. Tämän taustalla on yhtiön kasvanut kokoluokka, haasteellisempi kasvu Suomen julkisella sektorilla, vielä suhteellisesti pienempi yksityisen sektorin ja kansainvälisen liiketoiminnan osuus. Kannattavuusodotuksemme heijastelevat edelleen ehjiä vuosia ilman suurempia pettymyksiä.

Isossa kuvassa yhtiön tuloskasvu on vahvasti liikevaihdon kasvun varassa, sillä kannattavuusmarginaaleissa on mielestämme vain rajallista nousuvaraa.

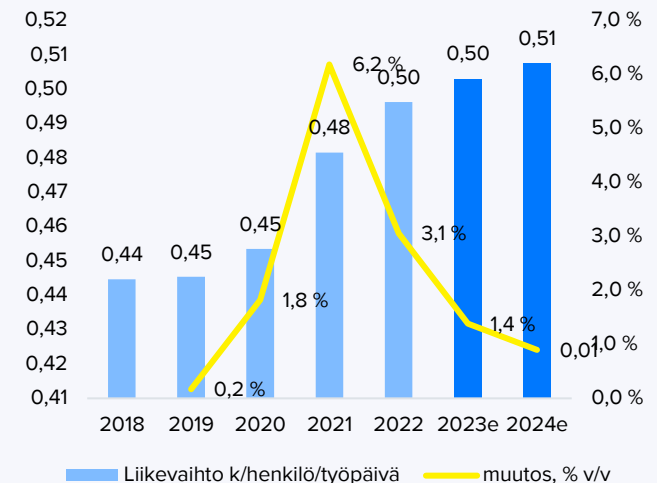
### Pitkän aikavälin ennusteet

Pitkällä aikavälillä odotamme kasvun asteittain hidastuvan 5-6 %:iin ja olevan 2,5 % ikuisuusoletuksessa. Odotamme EBITA-%:n laskevan lähemmäs 12 % ja olevan 12,3 % vuonna 2032 ja ikuisuusoletuksessa. Näkemyksemme mukaan yhtiön ennustettava liiketoimintamalli, pitkät asiakassopimukset ja vahva yllätyksetön historia antavat tukea myös pidemmän aikavälin ennustamiselle ja kassavirtamallin käyttämiseen arvonmäärityksessä.

### Liikevaihdon ja kannattavuuden kehitys



### Tehokkus - Asiakashinta ja laskutusasteet

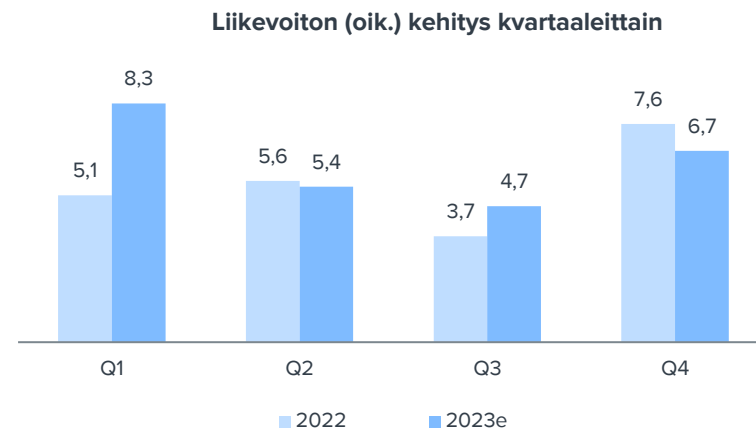


# Kvartaaliennusteet

Tuloslaskelma	2020	2021	Q1'22	Q2'22	Q3'22	Q4'22	2022	Q1'23	Q2'23	Q3'23	Q4'23e	2023e	2024e	2025e	2026e
Liikevaihto	78,0	105	35,4	37,1	31,7	45,7	150	49,2	47,6	40,8	51,2	189	203	232	264
Käyttökate	12,3	17,1	5,1	6,2	4,3	7,2	22,7	8,8	6,2	5,3	7,3	27,6	28,9	34,9	39,5
Poistot ja arvonalennukset	-3,6	-4,9	-1,5	-1,4	-1,6	-1,6	-6,1	-1,7	-1,7	-1,9	-1,6	-6,9	-6,5	-6,1	-5,9
EBITA (oik.)	10,8	14,6	5,1	5,6	3,7	7,6	22,0	8,3	5,4	4,7	6,7	25,1	26,4	32,4	36,9
Liikevoitto	8,8	12,2	3,7	4,7	2,7	5,5	16,6	7,1	4,5	3,4	5,7	20,7	22,4	28,8	33,6
Nettorahoituskulut	-0,1	-0,9	-0,1	-0,3	-0,2	-0,2	-0,8	-0,2	0,0	-0,1	-0,1	-0,3	-0,2	-0,5	-0,3
Tulos ennen veroja	8,6	11,3	3,6	4,4	2,5	5,4	15,9	7,0	4,4	3,3	5,6	20,3	22,2	28,4	33,2
Verot	-1,7	-2,3	-0,9	-1,0	-0,6	-1,2	-3,7	-1,5	-1,0	-0,8	-1,3	-4,6	-5,1	-6,4	-7,3
Nettotulos	6,9	9,1	2,7	3,4	1,9	4,2	12,2	5,4	3,4	2,5	4,3	15,7	17,1	22,0	25,9
EPS (oikaistu)	0,64	0,80	0,26	0,28	0,19	0,40	1,13	0,42	0,28	0,24	0,34	1,28	1,35	1,64	1,87
EPS (raportoitu)	0,49	0,60	0,17	0,22	0,13	0,27	0,79	0,35	0,22	0,16	0,28	1,00	1,09	1,41	1,65

Tunnusluvut	2020	2021	Q1'22	Q2'22	Q3'22	Q4'22	2022	Q1'23	Q2'23	Q3'23	Q4'23e	2023e	2024e	2025e	2026e
Liikevaihdon kasvu-%	21,7 %	34,1 %	40,3 %	40,4 %	46,6 %	46,4 %	43,5 %	38,8 %	28,1 %	28,8 %	11,9 %	25,9 %	7,7 %	14,3 %	13,7 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%		35,9 %	45,8 %	63,3 %	38,8 %	50,1 %	50,1 %	62,4 %	-3,7 %	28,5 %	-12,3 %	14,1 %	5,4 %	22,6 %	13,7 %
Käyttökate-%	15,8 %	16,3 %	14,5 %	16,6 %	13,5 %	15,6 %	15,2 %	17,9 %	13,0 %	13,0 %	14,2 %	14,6 %	14,2 %	15,0 %	14,9 %
Oikaistu liikevoitto-%	13,8 %	14,0 %	14,4 %	15,1 %	11,6 %	16,6 %	14,7 %	16,9 %	11,4 %	11,6 %	13,0 %	13,3 %	13,0 %	13,9 %	13,9 %
Nettotulos-%	8,9 %	8,7 %	7,5 %	9,2 %	6,1 %	9,2 %	8,2 %	11,1 %	7,2 %	6,2 %	8,4 %	8,3 %	8,4 %	9,5 %	9,8 %

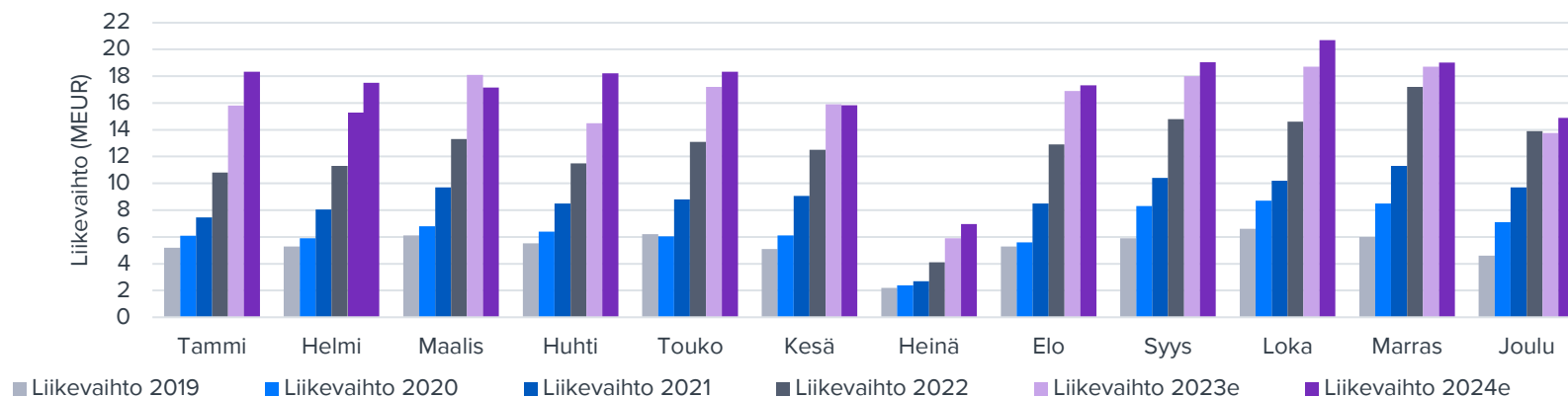
Lähde: Inderes. 2020 ja 2021 luvut oikaistu IFRS-kirjanpitoon



# Kuukausiennusteet vuodelle 2024

	Enn 1/24	Enn 2/24	Enn 3/24	Enn 4/24	Enn 5/24	Enn 6/24	Enn 7/24	Enn 8/24	Enn 9/24	Enn 10/24	Enn 11/24	Enn 12/24	Enn 2024
<b>Liikevaihto</b>	<b>18,3</b>	<b>17,5</b>	<b>17,1</b>	<b>18,2</b>	<b>18,3</b>	<b>15,8</b>	<b>7,0</b>	<b>17,3</b>	<b>19,0</b>	<b>20,7</b>	<b>19,0</b>	<b>14,9</b>	<b>203,3</b>
muutos, %	16 %	14 %	-5 %	26 %	7 %	0 %	18 %	2 %	6 %	11 %	2 %	8 %	8 %
Henkilöstömäärä	1481	1486	1491	1494	1503	1512	1512	1521	1533	1545	1557	1569	1517
Kokonaiskapasiteetti, FTE2	1386	1391	1396	1399	1408	1417	1417	1426	1438	1450	1462	1474	1422
Alihankinta, FTE3	177	178	179	179	179	159	89	169	179	180	181	156	167
Työpäiviä	22	21	20	21	21	19	23	22	21	23	21	18	252
muutos, %	5 %	5 %	-13 %	17 %	0 %	-10 %	10 %	-4 %	0 %	5 %	-5 %	0 %	
Liikevaihto per FTE, kk	11,7	11,2	10,9	11,5	11,6	10,0	4,6	10,9	11,8	12,7	11,6	9,1	
Liikevaihto k/henkilö/työpäivä, kk	0,53	0,53	0,54	0,55	0,55	0,53	0,20	0,49	0,56	0,55	0,55	0,51	0,51
muutos, % v/v	0 %	0 %	1 %	1 %	1 %	4 %	2 %	2 %	2 %	1 %	1 %	2 %	0,9 %
muutos, % kk/kk	7 %	0 %	2 %	1 %	0 %	-4 %	-62 %	145 %	14 %	-1 %	0 %	-8 %	
Henkilöstökasvu, kk	5	5	5	3	9	9	0	9	12	12	12	12	93
Oma kapasiteetti + alihankinta, kasvu kk	26	6	6	3	9	-11	-70	89	22	13	13	-13	93
Kokonais FTE, kasvu kk	5	5	5	3	9	9	0	9	12	12	12	12	93
Alihankinta FTE, kasvu kk	21	1	1	0	0	-20	-70	80	10	1	1	-25	0
Alihankinta kokonaiskapasiteetin lisäksi (%)	11,3 %	11,3 %	11,4 %	11,3 %	11,3 %	10 %	5,9 %	11 %	11,1 %	11,0 %	11,0 %	9,6 %	
Lähde: Gofore ja Inderes													

Goforen liikevaihto ja kokonaiskapasiteetti kuukausitasolla



# Sijoitusprofiili

1.

**Kansainvälistyminen ja yksityiselle sektorille laajentuminen**

2.

**Kyky kasvaa ja uudistua jatkuvasti markkinan mukana**

3.

**Erottuva tulokulma markkinaan**

4.

**Vahva sektoria parempi kasvu ja kannattavuus**

5.

**Kevyt pääoman tarve ja hyvä kassavirta**

## Potentiaali



- Menestyvän toimintamallin monistaminen yksityiselle sektorille ja kansainvälisesti
- Markkinanäkymät Goforen palvelualueilla vahvoja pitkällä aikavälillä
- Vahva työntajakuva ja palvelutarjooma mahdollistaa markkinoita vahvemman orgaanisen kasvun
- Oma toiminnanohjausjärjestelmä tukee johtamista ja tuo kilpailuetua
- Korkea arvostustaso ja hyvät näytöt yritysjärjestelyistä antaa hyvät mahdollisuudet arvontuontiin yrityskauppojen kautta

## Riskit



- Kyky hallita kasvua ja kannattavuutta
- Markkinatilanteen heikkeneminen
- Kulttuurin ja työnantajaimagon säilyttäminen
- Työntekijöiden vaihtuvuus ja palkkainflaatio
- Julkisen sektorin ja muutamien suurien asiakkaiden voimakas painotus
- Yksityiselle sektorille laajentumisen ja kansainvälistymisen epäonnistuminen
- Yrityskaupat

# Arvonmääritys 1/4

## Sijoitusnäkemys - vahva orgaaninen ja epäorgaaninen kasvu osakkeen ajureina

Gofore on kasvulla ja kannattavuudella mitattuna selkeästi toimialansa parhaimmistoa, erityisesti Suomalaisiin verrokkeihin verrattuna. Yhtiön kasvu perustuu omiin rekrytointeihin, alihankintaan, asiakashintojen nousuun ja onnistuneisiin yritysostoihin. Arviomme mukaan Goforen osakkeen arvonmuodostus tulee pääasiassa perustumaan orgaanisen- ja epäorgaanisen liikevaihdon kasvuun tuomaan tuloskasvuun pidemmällä aikavälillä. Goforen liikevaihdosta verrattain suuri osa tulee neuvonantopalveluista, mikä erottaa yhtiön profiilia muihin puhtaampiin ohjelmistokehitystaloihin. Uusi ostettu pieni tuoteliiketoiminta on mielenkiintoinen, mutta nostaa samalla hienoisesti riskitasoa. Yhtiö on viimeisen viiden vuoden aikana tehnyt yhdeksän yritysostoa, mitkä ovat isossa kuvassa olleet onnistuneita. Yhtiön tase on yrityskauppojen jälkeenkäin edelleen hyvin vahva (2023e: omavaraisuusaste 55 % ja 23 MEUR:n nettokassa). Yhtiö tavoittelee jatkossakin aktiivista konsolidaatiota sektorilla.

Näkemyksemme mukaan Goforen **arvostusta tukevat** seuraavat tekijät:

- Yhtiön historiallinen jatkuva sektoria vahvempi kasvu ja kannattavuus ilman suurempia kuoppia, mikä lisää luottamusta hyvän suorittamisen jatkumiseen.
- Markkinan vahvat kysyntäfundamentit pidemmällä aikavälillä Goforen osaamisalueilla sekä Goforen nykyinen suhteellinen kilpailuetu sektorin osaajakilpailussa.
- Yhtiön profiloituminen digitaalisen muutoksen

IT-taloksi ja yhtiön osaamisalueiden (kuten neuvonantopalvelu, palvelumuotoilu, digitransformaatio) tuoma arvoketjuasema, mikä erottaa Goforea useista verrokeista. Lisäksi yhtiöllä on erikoisosaamista ja tuoteratkaisuja teollisuuden asiakkaille.

- Vahva asema defensiivisellä julkisella sektorilla ja profiloituminen julkishallinnon IT:n uudistajaksi. Julkisen puolen pitkät sopimukset tuovat ennustettavuutta rekrytointitarpeeseen ja jatkuvuutta liiketoimintaan.
- Yhtiöllä on hyvät alustavat näytöt laajentumisesta yksityiselle sektorille ja kansainvälisesti, mikä on kriittistä pidemmän aikavälin kasvun jatkumisen kannalta.
- Yhtiö on tehnyt onnistuneesti yritysjärjestelyjä, ei pelkästään tukeakseen kasvua, vaan myös vahvistaakseen kilpailukykyään ja arvoketjuasemaansa. Lisäksi oma ja sektoria selvästi (joskin mielestämme perustellusti) korkeampi arvostustaso mahdollistaa suhteellisesti paremmin arvonnun.
- Matala itseohjautuva organisaatorakenne, oma tehokas toiminnanohjausjärjestelmä ja vakaa avainasiakasportfolio.
- Poikkeuksellisen suuri henkilöstö- ja avainjohdon omistus kannustimena henkilöstölle ja riskin madaltajana sijoittajalle.
- Matalariskinen liiketoimintamalli, jossa yhtiö ei kanna asiakasriskejä (tuntilaskutus).
- 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:

- Yhtiö on edelleen kohtalaisen riippuvainen suurimmista asiakkaistaan (viisi suurinta 30 % liikevaihdosta vuonna 2022).
- Henkilöstön ja vahvan työntekijäimagon säilyttäminen ja rekrytointinopeus.
- Osaajamarkkinassa korkea palkkainflaatio ja vaihtuvuus.
- Yrityskauppojen integraation ja kansainvälistymiseen liittyvät riskit, jotka realisoituivat osittain Solinor-kaupassa vaihtuvuuden myötä ja Ison-Britannian liiketoiminnassa heikkona kehityksenä.
- Yhtiön henkilöstöintensiivisen liiketoimintamallin skaalautuvuus on rajallinen, mikä rajoittaa osakkeen hyväksyttävää suhteellista arvostusta.
- Yhtiön tuloskasvu ja arvonnun luonti nojaavat liikevaihdon kasvuun tai yrityskauppoihin, sillä kannattavuus on jo hyvin vahva ja sektorin keskimääräistä selkeästi korkeampi.
- Tuoteliiketoiminnan ja palveluliiketoiminnan yhdistäminen on useilla verrokeilla ollut haastavaa, mikä nostaa myös Goforen riskitasoa. Toisaalta tuoteliiketoiminnan osuus ja rooli Goforella on vielä hyvin pieni.
- Lyhyellä aikavälillä ohjeistuksen poisjättäminen lisää epävarmuutta myös Goforessa, kun markkinassa on edelleen poikkeuksellisen suurta epävarmuutta ja yksityinen sektori on syklisempää sekä yhä tärkeämpi osa yhtiön kehitystä.

# Arvonmääritys 2/4

## Vertailuryhmä

Käytämme Goforen vertailuryhmänä Suomessa ja Pohjoismaissa listattuja IT-palveluyhtiöitä. Goforen erottavat tekijät kilpailussa liittyvät näkemyksemme mukaan palvelualueisiin, kuten neuvonantopalveluihin, asiakaskuntaan ja sen kokoluokkaan sekä liiketoiminta- ja toimitusmalleihin. Yritystoston myötä myös uusi tuoteliiketoiminta erottava tekijä, vaikka se on vielä suhteellisen pientä.

Näkemyksemme mukaan yhtiön vertaaminen kansainvälisiin digiaikakauden verrokkeihin alkaa jo olemaan perusteltua johtuen Goforen kansainvälisen liiketoiminnan osuuden kasvusta (Q3'23: 17 % vs. Q2'22: 10 %). Verrokkiryhmässä olemme käyttäneet Inderesin ennusteita seuraamissamme yhtiöissä, mikä huomioi liikearvopoistot ja parantaa vertailukelpoisuutta suomalaisten IT-palveluyhtiöiden välillä.

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

Yleisesti pidämme IT-palveluyhtiöitä edelleen houkuttelevana sektorina omistaa johtuen alan vahvoista kysyntäfundamenteista pitkällä aikavälillä. Yhtiöiden välisten erojen hajontaa on edelleen, mutta nyt enemmän markkinatilanteen vaikutuksien eroavaisuudesta johtuen.

Gofore on arvostettu noin 15 % alle koko verrokkiryhmän ja vajaa 20 % alle kansainvälisten verrokkien vuosien 2023-2024 kertoimilla. Tämä arvostus on nykyinen kasvu ja kannattavuusnäkömä huomioiden houkutteleva taso. Suomalaisiin verrokkeihin nähden Gofore on arvostettu ~30 % preemiolla. Preemio on mielestämme perusteltu sektoria noin tuplasti paremman kasvun ja kannattavuuden näkökulmasta katsottuna.

Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	EV/EBIT		P/E	
	2023e	2024e	2023e	2024e
Digia*	10,8	9,5	11,7	10,8
Digital Workforce*	81,7	21,3	111,0	42,9
Loihde*	61,6	12,4	376,0	17,8
Innofactor*	9,3	8,3	11,1	9,9
Netum Group*	12,5	9,6	11,9	9,8
Siili Solutions*	8,4	7,6	13,2	11,3
Solteq*		13,0		25,5
Tietoevry*	9,5	8,8	9,5	9,2
Vincit*	8,7	5,8	15,2	10,7
Witted Megacorp*		14,4		22,7
Bouvet	16,2	14,9	19,3	17,9
CombinedX	7,5	6,6	9,3	9,1
Avensia AB	113,8	9,2		10,9
Knowit	16,7	14,0	18,1	15,9
Netcompany Group	20,2	15,8	23,4	17,8
Epam Systems Inc	19,6	18,9	27,1	26,4
Endava PLC	22,3	27,0	26,0	34,3
Kainos Group PLC	17,0	15,5	22,5	21,4
Globant SA	33,1	27,2	41,3	35,6
Accenture PLC	22,7	21,3	29,6	28,1
Atos SE	14,5	7,7	2,7	2,4
IBM	17,4	16,6	17,2	16,4
CGI Inc	15,2	14,3	20,4	18,6
Wipro Ltd	14,7	14,8	20,1	19,9
<b>Gofore (Inderes)</b>	<b>12,8</b>	<b>11,5</b>	<b>17,2</b>	<b>16,3</b>
Keskisarvo (kaikki)	24,7	13,9	38,8	18,4
<b>Mediaani (kaikki)</b>	<b>16,2</b>	<b>14,0</b>	<b>18,7</b>	<b>17,8</b>
<i>Erutus-% vrt. mediaani (kaikki)</i>	<i>-21 %</i>	<i>-17 %</i>	<i>-8 %</i>	<i>-8 %</i>
<b>Mediaani (Kansainväliset)</b>	<b>17,2</b>	<b>15,1</b>	<b>20,4</b>	<b>18,2</b>
<i>Erutus-% vrt. mediaani (Kansainväliset)</i>	<i>-25 %</i>	<i>-24 %</i>	<i>-16 %</i>	<i>-10 %</i>
<b>Mediaani (Suomalaiset)</b>	<b>10,8</b>	<b>9,6</b>	<b>13,2</b>	<b>11,3</b>
<i>Erutus-% vrt. mediaani (Suomalaiset)</i>	<i>19 %</i>	<i>21 %</i>	<i>30 %</i>	<i>45 %</i>

# Arvonmääritys 3/4

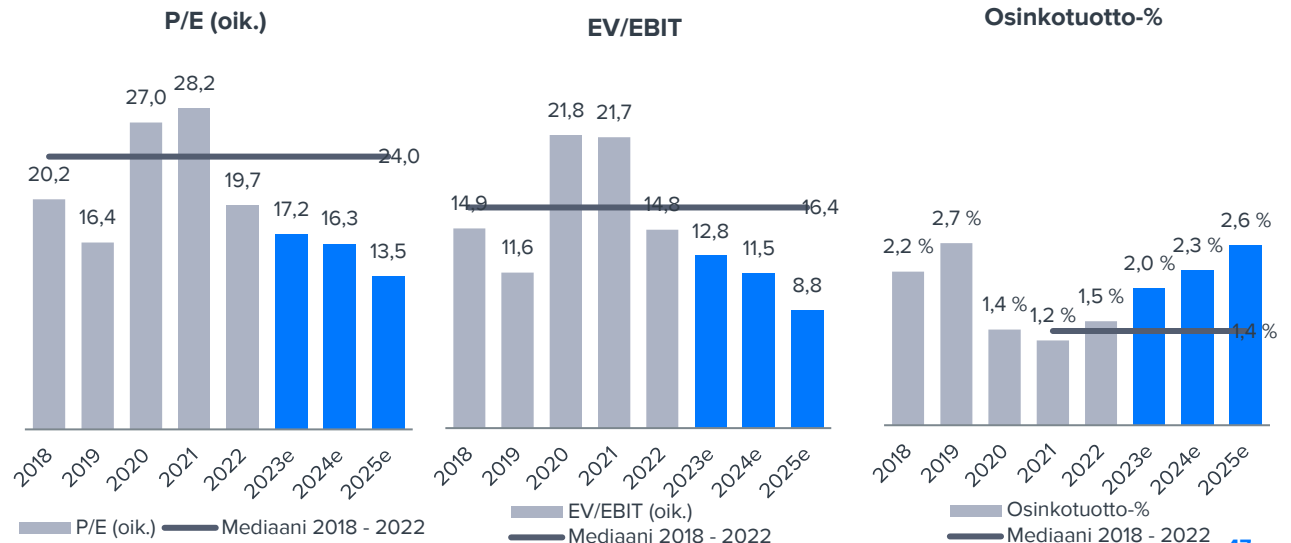
## Arvostuskertoimiin pohjautuva arvostus

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

Goforen vahvan tekemisen myötä arvostuskertoimet ovat olleet vuosina 2018-2022 hyvin korkealla (EV/EBIT 12x-22x ja keskimäärin 17x). Kasvuyhtiöiden arvostukset olivat nähdäksemme kuitenkin osittain kuplassa vuosina 2020-2021 nollakorkojen tukemana. Osakkeen kurssin poljettua pari vuotta käytännössä paikallaan arvostus on laskenut yhtiön vahvan tuloskasvun myötä. EV/EBIT- ja P/E-kerroin jo lähes toteutuneelle vuodelle 2023 on 13x ja 17x. Vuoden 2024e vastaavat kertoimet ovat 12x ja 16x. Absoluuttisesti arvostuskertoimet ovat yhtiön näytöt, vakaa liiketoiminta, vahva pääomantuotto ja kasvunäkymä huomioiden näkemyksemme mukaan hyvin houkuttelevat.

Arvostustaso	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e
Osakekurssi	8,45	7,50	17,2	22,6	22,4	22,0	22,0	22,0	22,0
Osakemäärä, milj. kpl	13,0	13,6	14,0	15,1	15,5	15,7	15,7	15,7	15,7
Markkina-arvo	111	105	241	341	347	345	345	345	345
Yritysarvo (EV)	101	89	235	317	325	322	305	285	263
P/E (oik.)	20,2	16,4	27,0	28,2	19,7	17,2	16,3	13,5	11,8
P/E	23,2	20,0	34,9	37,5	28,4	21,9	20,1	15,7	13,3
P/B	5,0	3,2	6,7	5,6	4,4	3,8	3,4	3,0	2,6
P/S	2,2	1,6	3,1	3,3	2,3	1,8	1,7	1,5	1,3
EV/Liikevaihto	2,0	1,4	3,0	3,0	2,2	1,7	1,5	1,2	1,0
EV/EBITDA (oik.)	14,5	9,7	19,1	18,6	14,3	11,7	10,5	8,2	6,7
EV/EBIT (oik.)	14,9	11,6	21,8	21,7	14,8	12,8	11,5	8,8	7,1
Osinko/tulos (%)	52,7 %	55,0 %	48,8 %	46,5 %	43,1 %	43,8 %	45,7 %	41,3 %	39,9 %
Osinkotuotto-%	2,2 %	2,7 %	1,4 %	1,2 %	1,5 %	2,0 %	2,3 %	2,6 %	3,0 %

Lähde: Inderes



# Arvonmääritys 4/4

## DCF kuvastaa selvää aliarvostusta ja pidemmän aikavälin potentiaalia

DCF-mallimme antaa osakkeelle arvoksi 32,5 euroa osakkeelta. Ennustamme 5-14 %:n kasvua vuosina 2024-30 (6v historiallinen orgaaninen keskiarvo 26 %) ja terminaalikasvuna 2,5 %. Lisäksi oletamme EBITA-%:n olevan keskimäärin 13,5 % vuosina 2023-2026 (2018-2022 keskimäärin 14 % ja laskevan tämän jälkeen asteittain 12 %:iin terminaalissa. Olemme käyttäneet 8,8 %:n tuottovaatimusta (WACC), jossa oman pääoman tuottovaatimus on 10 %. Suhteellisen ”normaali” osa arvosta on terminaalissa (60 %) ja tasainen vankka historia antaa parempaa tukea kassavirtalaskelmaan myös jatkossa. Kassavirtalaskelma osoittaa myös osakkeen olevan pitkällä aikavälillä hyvin houkuttelevasti hinnoiteltu.

## Osakkeen tuotto-odotuksen komponentit

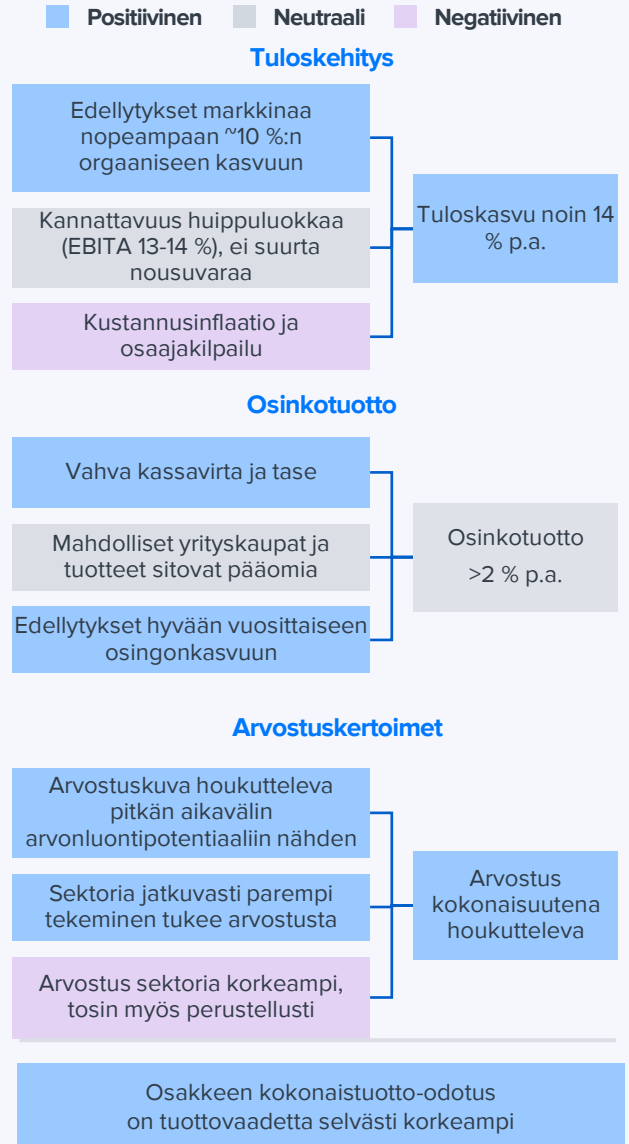
Tarkastelemme Goforen osakkeen tuotto-odotusta tuloskasvun, osinkotuoton ja hyväksytyjen arvostuskertoimien näkökulmasta. Arviomme mukaan yhtiöllä on lähivuosina edellytykset noin 14 %:n vuotuisen tuloskasvuun (vuoden 2023e tasoon nähden) pääosin liikevaihdon kasvun vetämänä. Lisäksi arvioimme yhtiön kasvunäkymän vuodesta 2026 eteenpäin olevan yhä valoisa. Varovaisilla ja ohjeistuksen (vähintään 40 % tuloksesta) alalaidalla olevilla osinkoennusteillamme osinkotuotto on noin 3 %:n tasolla. Yhtiön vahva rahavirta antaa hyvät edellytykset suhteellisen korkeaan voitonjakoon, mutta arvioimme yhtiön edelleen pyrkivän myös epäorgaaniseen kasvuun ja tästä johtuen

osinkoennusteemme ovat matalat. Näkemyksemme mukaan osakkeen arvostustaso on myös hyvin houkutteleva suhteessa pitkän aikavälin arvontuontipotentiaaliin ja historiallisiin näyttöihin. Näin ollen odotammastamme tuloskasvusta, osingosta ja kertoimien nousuvarasta muodostuva vuotuinen tuotto-odotus on noin 20 %. Tämä on soveltamaamme oman pääoman tuottovaadetta selvästi korkeampi taso puoltaen vahvaa positiivista näkemystä.

## Yritysostojen positiivinen optio

Gofore on toteuttanut useita onnistuneita yritysostoja viime vuosina. Yritysostojen integrointi on sujunut hyvin ja uuden kokonaisuuden orgaaninen kasvu ja kannattavuus on jatkunut hyvänä yritysostojen jälkeen. Yhtiön oma sektoria korkeampi arvostus ja erinomainen yritysostojen historia huomioiden näemme yhtiöllä olevan hyvät edellytykset luoda omistaja-arvoa yritysostoilla. Emme huomioi tulevaisuuden yritysostoja ennusteissamme niiden mallintamisen erittäin korkean epävarmuuden takia. Miellämme yritysosto-option kuitenkin positiivisena ajurina yhtiön arvostukselle.

## Osaketuoton ajurit 2023-2025





# Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Markkina-arvo MEUR	Yritysarvo MEUR	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%	
			2023e	2024e	2023e	2024e	2023e	2024e	2023e	2024e	2023e	2024e
Digia*	151	187	10,8	9,5	8,7	7,8	0,97	0,88	11,7	10,8	3,0	3,4
Digital Workforce*	36	22	81,7	21,3	77,1	17,6	0,88	0,80	111,0	42,9		
Loihde*	70	59	61,6	12,4	8,0	4,9	0,45	0,43	376,0	17,8	2,4	2,6
Innofactor*	44	54	9,3	8,3	6,3	5,7	0,68	0,63	11,1	9,9	5,8	6,6
Netum Group*	33	41	12,5	9,6	11,0	8,6	1,09	0,86	11,9	9,8	4,7	5,1
Siili Solutions*	70	72	8,4	7,6	5,9	5,5	0,58	0,55	13,2	11,3	2,9	3,5
Solteq*	15	39		13,0	3,8	3,6	0,68	0,67		25,5		
Tietoevry*	2463	3407	9,5	8,8	8,3	7,3	1,20	1,14	9,5	9,2	7,2	7,5
Vincit*	55	42	8,7	5,8	7,8	5,2	0,42	0,39	15,2	10,7	3,0	4,5
Witted Megacorp*	31	25		14,4		14,0	0,38	0,36		22,7		
Bouvet	510	544	16,2	14,9	13,2	12,3	1,83	1,63	19,3	17,9	4,8	5,0
CombinedX	52	50	7,5	6,6	5,0	4,7	0,74	0,70	9,3	9,1		
Avensia AB	28	30	113,8	9,2	19,0	6,8	0,82	0,79		10,9	1,7	3,5
Knowit	365	467	16,7	14,0	7,7	7,2	0,73	0,72	18,1	15,9	3,9	4,3
Netcompany Group	1481	1815	20,2	15,8	14,2	12,4	2,24	2,04	23,4	17,8		
Epam Systems Inc	14943	13174	19,6	18,9	17,7	17,3	3,05	2,92	27,1	26,4		
Endava PLC	3868	3756	22,3	27,0	18,5	22,7	4,08	4,07	26,0	34,3		
Kainos Group PLC	1405	1279	17,0	15,5	15,5	14,2	2,96	2,73	22,5	21,4	2,6	2,6
Globant SA	9302	9298	33,1	27,2	23,7	20,0	4,79	4,07	41,3	35,6		
Accenture PLC	211737	204196	22,7	21,3	18,7	17,2	3,43	3,32	29,6	28,1	1,3	1,4
Atos SE	704	4062	14,5	7,7	4,2	4,1	0,37	0,38	2,7	2,4		
IBM	138408	179469	17,4	16,6	12,8	12,1	3,14	3,05	17,2	16,4	4,0	4,1
CGI Inc	22725	23899	15,2	14,3	12,4	11,7	2,44	2,35	20,4	18,6		
Wipro Ltd	24316	22537	14,7	14,8	12,0	12,1	2,23	2,24	20,1	19,9	2,0	1,7
<b>Gofore (Inderes)</b>	<b>345</b>	<b>322</b>	<b>12,8</b>	<b>11,5</b>	<b>11,7</b>	<b>10,5</b>	<b>1,71</b>	<b>1,50</b>	<b>17,2</b>	<b>16,3</b>	<b>2,0</b>	<b>2,3</b>
Keskiarvo (kaikki)			24,7	13,9	14,3	10,6	1,68	1,57	38,8	18,4	3,4	3,9
<b>Mediaani (kaikki)</b>			<b>16,2</b>	<b>14,0</b>	<b>11,7</b>	<b>10,7</b>	<b>1,09</b>	<b>0,88</b>	<b>18,7</b>	<b>17,8</b>	<b>3,0</b>	<b>3,5</b>
<i>Erotus-% vrt. mediaani (kaikki)</i>			-21 %	-17 %	0 %	-2 %	56 %	70 %	-8 %	-8 %	-34 %	-35 %
<b>Mediaani (Kansainväliset)</b>			<b>17,2</b>	<b>15,1</b>	<b>13,5</b>	<b>12,1</b>	<b>2,3</b>	<b>2,3</b>	<b>20,4</b>	<b>18,2</b>	<b>2,0</b>	<b>2,6</b>
<i>Erotus-% vrt. mediaani (Kansainväliset)</i>			-25 %	-24 %	-14 %	-13 %	-27 %	-35 %	-16 %	-10 %	0 %	-13 %
<b>Mediaani (Suomalaiset)</b>			<b>10,8</b>	<b>9,6</b>	<b>8,2</b>	<b>7,3</b>	<b>0,68</b>	<b>0,67</b>	<b>13,2</b>	<b>11,3</b>	<b>3,0</b>	<b>4,0</b>
<i>Erotus-% vrt. mediaani (Suomalaiset)</i>			19 %	21 %	43 %	44 %	151 %	124 %	30 %	45 %	-34 %	-43 %

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

# Tase

Vastaavaa	2021	2022	2023e	2024e	2025e
<b>Pysyvät vastaavat</b>	<b>43,0</b>	<b>75,7</b>	<b>80,9</b>	<b>77,5</b>	<b>74,5</b>
Liikearvo	26,9	47,7	52,4	52,4	52,4
Aineettomat hyödykkeet	11,3	22,5	23,5	19,8	16,5
Käyttöomaisuus	4,8	4,3	4,1	4,4	4,7
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut sijoitukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset varat	0,0	0,9	0,9	0,9	0,9
Laskennalliset verosaamiset	0,0	0,3	0,0	0,0	0,0
<b>Vaihtuvat vastaavat</b>	<b>58,9</b>	<b>72,8</b>	<b>86,3</b>	<b>86,3</b>	<b>107</b>
Vaihto-omaisuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut lyhytaikaiset varat	3,1	3,3	3,3	3,3	3,3
Myyntisaamiset	16,1	24,2	30,2	30,5	34,9
Likvidit varat	39,7	45,2	52,8	52,5	69,3
<b>Taseen loppusumma</b>	<b>102</b>	<b>148</b>	<b>167</b>	<b>164</b>	<b>182</b>

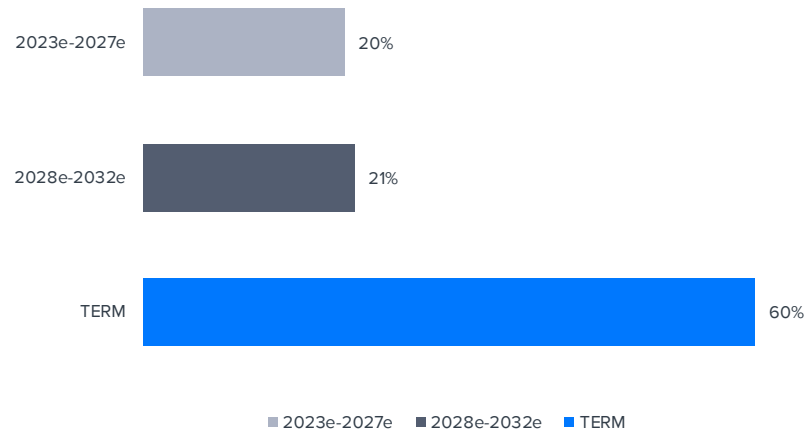
Lähde: Inderes \*oikaistu IFRS-kirjanpitoon

Vastattavaa	2021	2022	2023e	2024e	2025e
<b>Oma pääoma</b>	<b>61,3</b>	<b>79,8</b>	<b>91,7</b>	<b>102</b>	<b>116</b>
Osakepääoma	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Kertyneet voittovarot	20,8	28,8	39,2	49,5	63,6
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muu oma pääoma	40,1	50,4	52,4	52,4	52,4
Vähemmistöosuus	0,3	0,5	0,0	0,0	0,0
<b>Pitkäaikaiset velat</b>	<b>12,7</b>	<b>24,0</b>	<b>18,7</b>	<b>10,0</b>	<b>8,0</b>
Laskennalliset verovelat	2,6	5,9	0,0	0,0	0,0
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Korolliset velat	10,1	14,9	18,7	10,0	8,0
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,0	3,2	0,0	0,0	0,0
<b>Lyhytaikaiset velat</b>	<b>27,9</b>	<b>44,7</b>	<b>56,8</b>	<b>51,8</b>	<b>57,8</b>
Korolliset velat	4,4	6,7	11,5	3,0	2,0
Lyhytaikaiset korottomat velat	23,4	37,9	45,3	48,8	55,8
Muut lyhytaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Taseen loppusumma</b>	<b>102</b>	<b>148</b>	<b>167</b>	<b>164</b>	<b>182</b>

# DCF-laskelma

DCF-laskelma	2022	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	43,5 %	25,9 %	7,7 %	14,3 %	13,7 %	9,0 %	8,0 %	6,0 %	6,0 %	5,0 %	2,5 %	2,5 %
Liikevoitto-%	11,1 %	11,0 %	11,0 %	12,4 %	12,7 %	12,5 %	12,5 %	12,0 %	12,0 %	12,0 %	12,0 %	12,0 %
<b>Liikevoitto</b>	<b>16,6</b>	<b>20,7</b>	<b>22,4</b>	<b>28,8</b>	<b>33,6</b>	<b>36,0</b>	<b>38,9</b>	<b>39,6</b>	<b>42,0</b>	<b>44,1</b>	<b>45,2</b>	
+ Kokonaispoistot	6,1	6,9	6,5	6,1	5,9	5,7	5,2	5,4	4,6	4,1	4,0	
- Maksetut verot	-0,7	-10,2	-5,1	-6,4	-7,3	-7,5	-7,7	-7,9	-8,4	-8,8	-9,0	
- verot rahoituskuluista	-0,2	-0,1	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
+ verot rahoitustuotoista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Käyttöpääoman muutos	6,1	1,4	3,2	2,6	2,9	2,1	2,1	1,7	1,8	1,6	0,8	
<b>Operatiivinen kassavirta</b>	<b>28,0</b>	<b>18,7</b>	<b>27,0</b>	<b>31,1</b>	<b>34,9</b>	<b>36,3</b>	<b>38,4</b>	<b>38,7</b>	<b>39,9</b>	<b>40,9</b>	<b>40,9</b>	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	3,2	-3,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	-38,5	-12,4	-3,1	-3,1	-3,2	-3,2	-3,3	-3,3	-3,4	-3,5	-2,8	
<b>Vapaa operatiivinen kassavirta</b>	<b>-7,3</b>	<b>3,1</b>	<b>23,9</b>	<b>28,0</b>	<b>31,8</b>	<b>33,1</b>	<b>35,1</b>	<b>35,4</b>	<b>36,5</b>	<b>37,4</b>	<b>38,2</b>	
+/- Muut	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	-7,3	3,1	23,9	28,0	31,8	33,1	35,1	35,4	36,5	37,4	38,2	626
<b>Diskontattu vapaa kassavirta</b>		<b>3,1</b>	<b>21,9</b>	<b>23,6</b>	<b>24,6</b>	<b>23,5</b>	<b>23,0</b>	<b>21,3</b>	<b>20,2</b>	<b>19,0</b>	<b>17,9</b>	<b>293</b>
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		491	488	466	443	418	394	371	350	330	311	293
<b>Velaton arvo DCF</b>		<b>491</b>										
- Korolliset velat		-21,7										
+ Rahavarat		45,2										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		-5,3										
<b>Oman pääoman arvo DCF</b>		<b>509</b>										
<b>Oman pääoman arvo DCF per osake</b>		<b>32,5</b>										

Rahavirran jakauma jaksoittain



## Pääoman kustannus (WACC)

Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	20,0 %
Vieraan pääoman kustannus	5,0 %
Yrityksen Beta	1,25
Markkinoiden riski-preemio	4,75 %
Likviditeettipreemio	1,50 %
Riskitön korko	2,5 %
<b>Oman pääoman kustannus</b>	<b>9,9 %</b>
<b>Pääoman keskim. kustannus (WACC)</b>	<b>8,8 %</b>

Lähde: Inderes

# Yhteenveto

Tuloslaskelma	2020	2021	2022	2023e	2024e	Osakekohtaiset luvut	2020	2021	2022	2023e	2024e
Liikevaihto	78,0	104,5	149,9	188,7	203,3	EPS (raportoitu)	0,49	0,60	0,79	1,00	1,09
Käyttökate	12,3	17,1	22,7	27,6	28,9	EPS (oikaistu)	0,64	0,80	1,13	1,28	1,35
Liikevoitto	8,8	12,2	16,6	20,7	22,4	Operat. kassavirta / osake	1,11	0,72	1,81	1,19	1,72
Voitto ennen veroja	8,6	11,3	15,9	20,3	22,2	Vapaa kassavirta / osake	-0,48	0,28	-0,47	0,20	1,53
Nettovoitto	6,9	9,1	12,2	15,7	17,1	Omapääoma / osake	2,57	4,05	5,11	5,86	6,51
Kertaluontoiset erät	-2,0	-2,4	-5,4	-4,4	-4,0	Osinko / osake	0,24	0,28	0,34	0,44	0,50
<b>Tase</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023e</b>	<b>2024e</b>	<b>Kasvu ja kannattavuus</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023e</b>	<b>2024e</b>
Taseen loppusumma	78,4	101,9	148,4	167,2	163,8	Liikevaihdon kasvu-%	22 %	34 %	43 %	26 %	8 %
Oma pääoma	36,1	61,3	79,8	91,7	102,0	Käyttökateen kasvu-%	33 %	38 %	33 %	21 %	5 %
Liikearvo	23,3	26,9	47,7	52,4	52,4	Liikevoiton oik. kasvu-%	40 %	36 %	50 %	14 %	5 %
Nettovelat	-5,6	-25,2	-23,6	-22,6	-39,5	EPS oik. kasvu-%	39 %	26 %	41 %	13 %	5 %
<b>Kassavirta</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023e</b>	<b>2024e</b>	Käyttökate-%	15,8 %	16,3 %	15,2 %	14,6 %	14,2 %
Käyttökate	12,3	17,1	22,7	27,6	28,9	Oik. Liikevoitto-%	13,8 %	14,0 %	14,7 %	13,3 %	13,0 %
Nettokäyttöpääoman muutos	3,6	-4,1	6,1	1,4	3,2	Liikevoitto-%	11,2 %	11,7 %	11,1 %	11,0 %	11,0 %
Operatiivinen kassavirta	15,5	10,9	28,0	18,7	27,0	ROE-%	20,2 %	18,7 %	17,4 %	18,4 %	17,7 %
Investoinnit	-19,5	-6,0	-38,5	-12,4	-3,1	ROI-%	19,2 %	19,0 %	18,8 %	18,5 %	18,9 %
Vapaa kassavirta	-6,7	4,2	-7,3	3,1	23,9	Omavaraisuusaste	46,0 %	60,2 %	53,7 %	54,9 %	62,3 %
						Nettovelkaantumisaste	-15,4 %	-41,1 %	-29,5 %	-24,7 %	-38,7 %
<b>Arvostuskertoimet</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023e</b>	<b>2024e</b>						
EV/Liikevaihto	3,0	3,0	2,2	1,7	1,5						
EV/EBITDA (oik.)	19,1	18,6	14,3	11,7	10,5						
EV/EBIT (oik.)	21,8	21,7	14,8	12,8	11,5						
P/E (oik.)	27,0	28,2	19,7	17,2	16,3						
P/B	6,7	5,6	4,4	3,8	3,4						
Osinkotuotto-%	1,4 %	1,2 %	1,5 %	2,0 %	2,3 %						

Lähde: Inderes

# Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

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

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

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

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

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

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

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

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

Lisätietoa Inderesin tutkimuksesta: <http://www.inderes.fi/research-disclaimer/>

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

## 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 €
14.10.2020	Lisää	13,50 €	12,40 €
23.11.2020	Lisää	14,50 €	13,75 €
23.11.2020	Vähennä	14,50 €	17,40 €
15.1.2021	Vähennä	15,50 €	19,10 €
4.3.2021	Lisää	19,00 €	17,70 €
8.3.2021	Lisää	20,00 €	18,55 €
20.4.2021	Vähennä	19,00 €	22,60 €
16.8.2021	Vähennä	18,00 €	20,60 €
15.10.2021	Vähennä	20,00 €	22,90 €
23.2.2022	Vähennä	21,00 €	22,60 €
1.3.2022	Vähennä	23,00 €	24,60 €
25.3.2022	Lisää	23,00 €	21,50 €
21.4.2022	Lisää	25,00 €	23,30 €
16.8.2022	Vähennä	25,50 €	25,00 €
19.10.2022	Lisää	25,00 €	22,00 €
9.11.10.2022	Lisää	26,00 €	21,85 €
20.2.2023	Lisää	30,00 €	26,60 €
26.4.2023	Lisää	31,00 €	26,20 €
11.5.2023	Osta	31,00 €	25,00 €
18.7.2023	Osta	29,00 €	22,40 €
12.9.2023	Osta	27,50 €	20,90 €
19.10.2023	Osta	26,50 €	21,40 €
15.12.2023	Lisää	26,00 €	22,00 €

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

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

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

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

### Inderes Oy

Itämerentori 2  
00180 Helsinki  
+358 10 219 4690

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



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



Mikael Rautanen  
2014, 2016, 2017, 2019



Sauli Vilén  
2012, 2016, 2018, 2019, 2020



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



Petri Kajaani  
2017, 2019, 2020



Joni Grönqvist  
2019, 2020



Erkki Vesola  
2018, 2020



Petri Gostowski  
2020



Atte Riikola  
2020



Olli Koponen  
2020

**Analyysi kuuluu  
kaikille.**