

# Digital Workforce

17.12.2025 6.55 EEST



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

INDERESIN YHTIÖASIAKAS  
**LAAJA RAPORTTI**



# Strategian palaset paikallaan ja nyt on näyttöjen paikka

Digital Workforce automatisoi asiakkaiden tietotyön prosesseja hyödyntäen ohjelmistorobotiikkaa ja tekoälyä. Viime vuosina strategian fokus on tarkentunut järkevästi valittuihin toimialoihin, valituilla kasvumarkkinoilla ja omaan alustaan. Strategia resonoi, mutta vaatii vielä näyttöjä läpimurrosta. Nyt yhtiön on osoitettava paluu parempaan orgaaniseen kasvuun ja sen skaalautuminen kannattavuuteen. Osakkeen arvostuskuva on useasta näkökulmasta katsottuna vähintään houkutteleva. Toistamme osakkeen lisää-suosituksen ja laskemme tavoitehinnan 3,2 euroon (aik. 3,7) heijastellen keskipitkän aikavälin ennusteiden laskua.

## Digital Workforce on ohjelmistorobotiikkaa ja tekoälyä hyödyntävän automaation pioneeri

Digital Workforce toimii suuressa IT-palvelumarkkinassa, ohjelmistorobotiikka- ja automaatiovertikaalissa, jossa kilpailu on yleistä IT-palvelusektoria pienempää. Yhtiön palvelutarjoama kattaa koko elinkaaren ja sisältää konsultoinnin, tekoälyn sovellukset, kehityksen, käyttöönoton sekä ylläpidon omalla alustalla. Liikevaihdosta ~35 % on tällä hetkellä asiantuntijapalveluita ja ~65 % jatkuvaveloitteisia palveluita, mikä kuvastaa myös eroa palveluvetoisiin IT-palveluyhtiöihin. Liiketoimintamallin tarkoituksena on kasvattaa jatkuvaveloitteisten palveluiden absoluuttista ja suhteellista osuutta, mikä on hyvin skaalautuvaa liikevaihtoa.

## Strategia resonoi, mutta nyt tarvitaan tuloksia

Yhtiön strategia on tarkentunut useaan otteeseen viimeisten vuosien aikana, mikä kuvastaa yhtiön kehitysvaihetta vielä nuorella, mutta suurella automaatiomarkkinalla. Strategia rakentuu nyt luonnollisesti kilpailuetujen, oman skaalautuvan Outsmart-alustan ja terveydenhuollon sekä pankki- ja vakuutusalan asiakasvertikaalien ympärille. Maantieteellisesti kasvun painopiste on nyt Suomen ja e-18-yritystoston ajamana vahvemmin Ison-Britannian markkinoilla, kun USA:n fokus on epävarman markkinatilanteen ajamana hetkellisesti pienempi. Suomi vastaa lähes 50 % liikevaihdosta ja on kasvanut hyvin vuonna 2024. Iso-Britannian ja USA:n osuus on uusin yritysosto huomioiden nyt ~35 % liikevaihdosta ja on kasvanut vahvasti. Näin siitä on tullut entistä keskeisempi kasvuajuri myös konsernitasolla. Asiakasvertikaaleittain terveydenhuolto vaikuttaa

tällä hetkellä selvästi keskeisimmältä asiakasvertikaalilta. Vuosi 2025 ei vielä antanut suurempia näyttöjä strategian purevuudesta numeroiden osalta. Näin seuraamme trendin vahvistumista ensi vuonna, mitä myös markkinat vaikuttavat odottavan.

## Fokus takaisin kasvuun, kannattavuudesta tinkimättä

Digital Workforce tavoittelee 50 MEUR:n liikevaihtoa vuonna 2026, josta 10 MEUR kasvua on yritysostojen kautta. Kannattavuuden osalta tavoite on yli 15 %:n oikaistu käyttökate-% vuoden 2026 loppuun mennessä. Ennustamme yhtiön kasvavan 6-20% vuosina 2025-26 e-18 yritysoston vetämänä. Lisäksi odotamme yhtiön vauhdittavan kasvua yritysostoin, mihin tase antaa hyvin liikkumavaraa. Kannattavuuden osalta arvioimme käyttökate-%:n nousevan vajaaseen 10 % skaalautuvan jatkuvaveloitteisen liikevaihdon kasvun ajamana. Lisäksi yhtiö tavoittelee yli 70 % osuutta jatkuvaveloitteisten palveluiden osalta (2026e 69 %). Näin arvioimme yhtiön trendin paranevan kuluista vuodesta, mutta jäävän alle tavoitetasojen. Keskeisimmät riskit liittyvät tekoälyn disruptiioon ja siihen, ettei yhtiö pysy teknologian kehityksen vauhdissa, uusasiakashankintaan, asiakkaiden ylösajoon, Outsmart-alustan skaalautumiseen ja mahdollisiin yritysjärjestelyihin.

## Arvostuskuva on vähintäänkin houkutteleva

Sijoitusprofiililtaan Digital Workforce on vielä käänneyhtiö, jonka kannattavan kasvun käänne eteni hyvin viime vuonna. Tänä vuonna tekeminen on ollut aihtelevampaa ja yhtiöllä on vielä selvästi todistettavaa yhtiön kilpailukyvystä ja kannattavasta kasvusta. Yritysoston myötä on perusteltua tarkastella ensisijaisesti ensi vuoden kertoimia, jotka huomioivat koko yritysoston vaikutuksen. Ensi vuoden osin skaalautuneilla kannattavuusennusteilla (EBITDA: 8 %) arvostuskuva (2026e EV/EBIT 9x, P/E 12x) on houkutteleva. Kasvun jatkuessa ja skaalautuessa kannattavuuden ovat vuoden 2027 kertoimet (EV/EBIT 6x, P/E 9x) jo hyvinkin houkuttelevat, mutta tähän on näkemysemme mukaan edelleen liian aikaista tukeutua, kun huomioidaan tuloskasvuennusteiden riskit. Arvostuskertoimien, osien summan 3,3 € sekä DCF-laskelman (3,9 €) perusteella arvioimme osakkeen käyvän arvon haarukaksi 3,0-4,0 €/osake. Ylälaitaan tarvitaan kuitenkin parempaa näkymää ja toteutusta.

## Suositus

### Lisää

(aik. Lisää)

## Tavoitehinta:

### 3,20 EUR

(aik. 3,70 EUR)

## Osakekurssi:

2,54 EUR

## Liiketoimintariski



## Arvostusriski



|             | 2024  | 2025e | 2026e | 2027e |
|-------------|-------|-------|-------|-------|
| Liikevaihto | 27,3  | 28,8  | 34,5  | 37,5  |
| kasvu-%     | 9 %   | 6 %   | 20 %  | 9 %   |
| EBIT oik.   | 0,8   | 1,1   | 2,7   | 3,5   |
| EBIT-% oik. | 2,9 % | 3,7 % | 7,7 % | 9,3 % |
| Nettotulos  | 0,6   | -0,4  | 1,4   | 2,2   |
| EPS (oik.)  | 0,09  | 0,09  | 0,22  | 0,29  |

|                |       |       |       |       |
|----------------|-------|-------|-------|-------|
| P/E (oik.)     | 43,2  | 28,9  | 11,7  | 8,8   |
| P/B            | 3,1   | 2,1   | 1,9   | 1,7   |
| Osinkotuotto-% | 2,2 % | 1,6 % | 3,5 % | 4,3 % |
| EV/EBIT (oik.) | 42,2  | 24,9  | 9,1   | 6,3   |
| EV/EBITDA      | 51,9  | 65,3  | 8,5   | 6,0   |
| EV/Liikevaihto | 1,22  | 0,93  | 0,70  | 0,58  |

Lähde: Inderes

## Ohjeistus

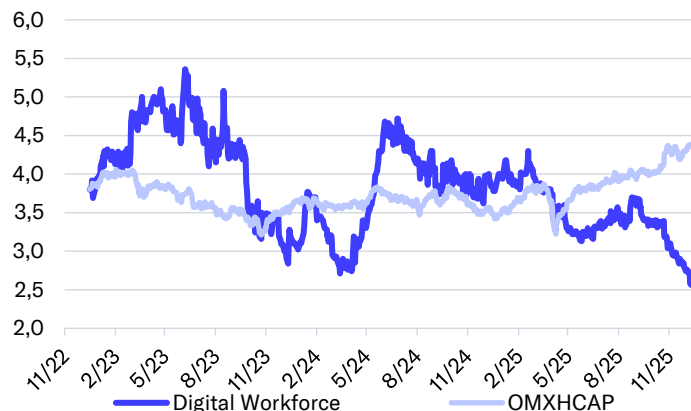
(Ennallaan)

Digital Workforce arvioi liikevaihdon ja oikaistun käyttökateen kasvavan vuonna 2025.

# Sisällysluettelo

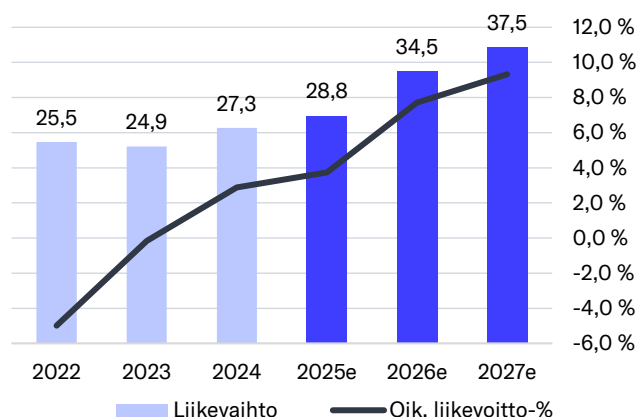
|                                                |       |
|------------------------------------------------|-------|
| Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli              | 5-16  |
| Ohjelmistorobotiikkamarkkina ja kilpailukenttä | 17-23 |
| Strategia                                      | 24-26 |
| Taloudellinen tilanne                          | 27-29 |
| Ennusteet                                      | 30-33 |
| Sijoitusprofiili                               | 34    |
| Arvonmäärittäminen                             | 35-42 |
| IT-palvelumarkkina ja kilpailukenttä           | 43-62 |
| Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria        | 63    |

## Osakekurssi



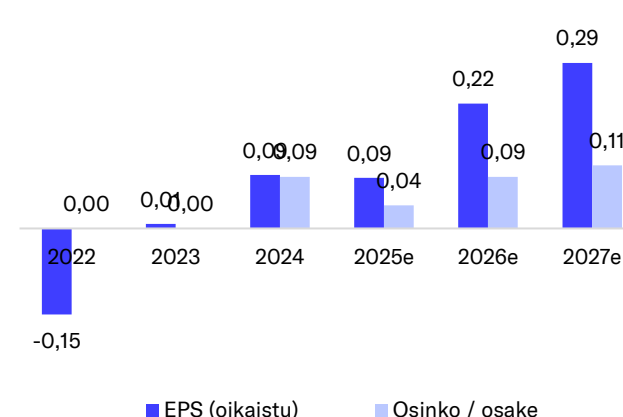
Lähde: Millistream Market Data AB

## Liikevaihto ja liikevoitto-% (oik.)



Lähde: Inderes

## Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes

## Arvoajurit

- Uusissa markkinoissa onnistuminen (USA, UK ja Irlanti) ja kasvun kiihtyminen
- Outsmart-alustan tulisi vahvistaa kilpailuetua, kiihdyttää kasvua sekä parantaa skaalautuvuutta
- Parempikatteisten jatkuvaveloitteisten palveluiden liikevaihdon osuuden kasvu ajaa tulokasvua ja tekee sijoitusprofiilista houkuttelevan
- Skaalautuvuuden parantaminen
- Yritysosotot

## Riskitekijät

- Tekoälyn ja tekoälyagenttien disruptioudhka
- Riippuvuus suurista asiakkuuksista
- Suurten RPA-teknologioiden kehitys ja laajentuminen ylläpitoon
- Kasvustrategian epäonnistuminen, erityisesti kansainvälisesti
- Outsmart-alustan kaupallistamisen epäonnistuminen
- Investointien tuottavuudessa epäonnistuminen
- RPA-asiiantuntijatyön bulkkiutuminen ja asiakkaiden inhouse-tiimien kasvattaminen
- Yritysosotot

| Arvostustaso                 | 2025e | 2026e  | 2027e  |
|------------------------------|-------|--------|--------|
| <b>Osakekurssi</b>           | 2,54  | 2,54   | 2,54   |
| <b>Osakemäärä, milj. kpl</b> | 11,7  | 11,8   | 11,9   |
| <b>Markkina-arvo</b>         | 30    | 30     | 30     |
| <b>Yritysarvo (EV)</b>       | 27    | 24     | 22     |
| <b>P/E (oik.)</b>            | 28,9  | 11,7   | 8,8    |
| <b>P/E</b>                   | neg.  | 22,0   | 13,6   |
| <b>P/Kassavirta</b>          | neg.  | 9,9    | 9,4    |
| <b>P/B</b>                   | 2,1   | 1,9    | 1,7    |
| <b>P/S</b>                   | 1,0   | 0,9    | 0,8    |
| <b>EV/Liikevaihto</b>        | 0,9   | 0,7    | 0,6    |
| <b>EV/EBITDA</b>             | 65,3  | 8,5    | 6,0    |
| <b>EV/EBIT (oik.)</b>        | 24,9  | 9,1    | 6,3    |
| <b>Osinko/tulos (%)</b>      | neg.  | 78,0 % | 58,7 % |
| <b>Osinkotuotto-%</b>        | 1,6 % | 3,5 %  | 4,3 %  |

Lähde: Inderes

# Digital Workforce lyhyesti

Digital Workforce on liiketoiminnan automaatioalustayhtiö, joka hyödyntää voimakkaasti robotiikkaa ja tekoälyä. Yhtiön ratkaisut luovat automaation hyötyjä asiakaskunnalle erityisesti terveydenhuollossa sekä pankki ja vakuutustoimialalla, Pohjoismaissa ja kansainvälisesti.

**29 MEUR (6 % vs. 2024)**

Liikevaihto 2025e

**1 MEUR tai 4 % liikevaihdosta**

EBITA-liikevoitto (oikaistu) 2025e

**67 % ja 11 % (2024: 63 % / 13 %)**

Strategisten jatkuvaveloitteisten palveluiden osuus ja kasvu vuonna 2025e

**22 %:n osuus ja 24 %:n kasvu (2023: 19 % ja 32 %)**

Kansainvälisten kasvumarkkinoiden osuus liikevaihdosta ja kasvu 2024

## Strategiakausi 2022-2026

- Kasvutavoite 50 MEUR:n liikevaihto vuonna 2026, josta orgaanisesti 40 MEUR
- Jatkuvien palveluiden osuus yli 70 % liikevaihdosta strategiajakson aikana
- EBITDA-% (oik.) 15 % vuoden 2026 loppuun mennessä

### 2015-2019

Perustettu 2015

Ruotsin toiminnot aloitettiin 2016

Ulkopuoliset sijoittajat tulevat mukaan rahoittamaan kasvua vuonna 2016

Puolan, Norjan ja Tanskan toiminnot perustettiin vuonna 2017

USA:n, Ison-Britannian ja Saksan toiminnot aloitettiin vuonna 2019

Kasvu on voimakasta ja panostukset pitävät kannattavuuden selvästi negatiivisena

Uudet toiminnallisuudet: 2016 Robot-as-a-Service-alustapalvelu, 2018 Run Management -automaatioiden ylläpitopalvelu

### 2020-2021

USA:n ja Ison-Britannian markkinat etenivät hyvin, mutta Saksassa oli haasteita

Kasvupanostukset jatkuvat ja kannattavuus negatiivinen

Listautuminen vuonna 2021 kasvun kiihdyttämiseksi

Uudet toiminnallisuudet: 2020 Roboshore (asiakas maksaa käytön mukaan) ja teknologiaportfolion laajentaminen

### 2022-2026

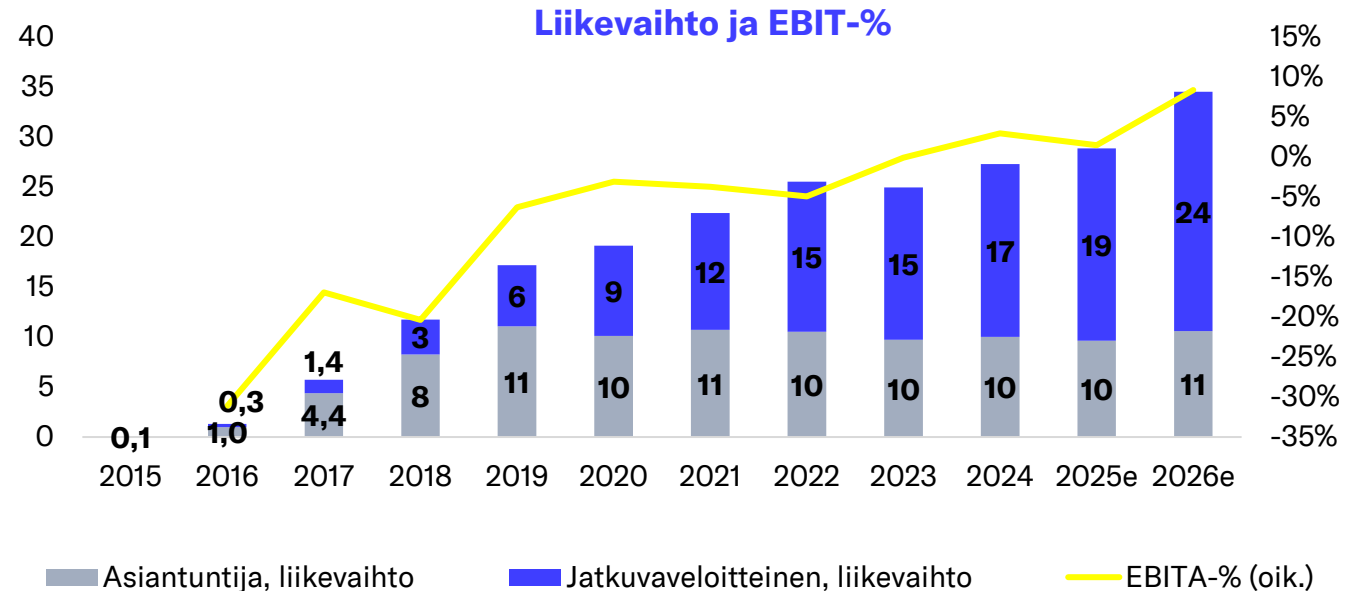
2022: Strategiapäivitys ja oman Outsmart-alustan kehitys ja kaupallistaminen  
Panostuksia Yhdysvaltoihin ja Isoon-Britanniaan

Painopistettä siirretty kasvun ja kannattavuuden välillä

Skaalautuvien jatkuvaveloitteisten palveluiden liikevaihto keskiössä

2022 pieni yritysosto Irlannissa

2025 e18-yritysosto UK:ssa



# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 1/7

## Robotiikkaa hyödyntävän automaation pioneeri

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

Yhtiö listautui vuonna 2021 ja keräsi samalla varoja kasvupanostusten kiihdyttämiseen. Listautumisen jälkeen yhtiö kiihdytti panostuksia kansainvälistymiseen, mutta markkinatilanteen heikennyttyä kasvupanostuksia hillittiin ja fokus siirtyi vuoden 2022 lopulla enemmän kannattavuuteen. Yhtiö investoi kuitenkin edelleen, vaikkakin aikaisempaa tarkemmin, oman Outsmart-alustan kehittämiseen ja kasvuun Iso- Britannian ja Irlannin alueella sekä Yhdysvalloissa.

Toimipaikat sijaitsevat Suomessa, Ruotsissa, Isossa-Britanniassa, Irlannissa, Saksassa, Puolassa ja Yhdysvalloissa. Suurimmat toimipisteet henkilöstöllä mitattuna ovat Puolassa ja Suomessa. Henkilöstö oli Q3'25 lopussa 171 ja tulee loppuvuodesta nousemaan e18-yritysosaston myötä noin 10:llä.

## Liikevaihto hyvin jatkuvaluonteista

Digital Workforcen liikevaihdon rakenne muodostuu asiantuntijapalveluista ja jatkuvaluonteisista palveluista. Yhtiön tavoitteena on edelleen kasvattaa jatkuvaveloitteisten palveluiden osuutta, joka on Q1-Q3'25 ollut keskimäärin 66 % liikevaihdosta (2023: 61 %). Näin rakennetta voidaan kuvata hyvin jatkuvaluonteiseksi, mikä parantaa ennustettavuutta sijoittajien kannalta.

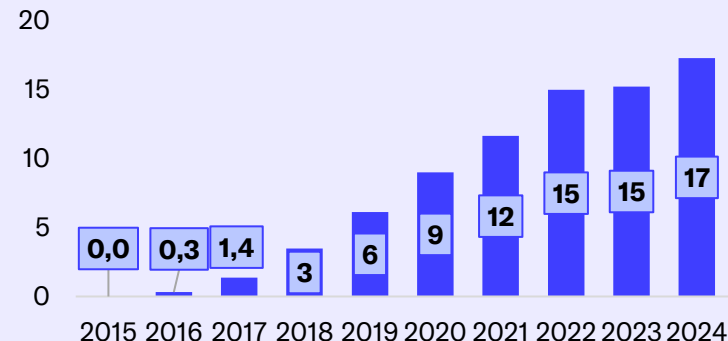
Ymmärryksemme mukaan suurin osa (yli 2/3 osaa) yhtiön asiakkaista ostaa myös jatkuvia palveluita. USA:ssa käyttö on vielä vähäisintä, mikä johtuu yhden suuren asiakkaan puhtaasta asiantuntijatyön käytöstä. Lisäksi Suomessa Terveydenhuollon kaikilla asiakkailla ei vielä ole alla oleva tiedon infrastruktuuri kunnossa, mikä on osin esteenä jatkuvien palveluiden laajemmalle käytölle. Suhdeluvun tulisi kuitenkin parantua myös edellä mainituilla markkinoilla ja asiakasvertikaaleissa kokoluokan kasvaessa ja alla olevan infrastruktuurin parantuessa.

## Liiketoimintamallin tarkoitus kasvattaa skaalautuvia jatkuvaveloitteisiä palveluita

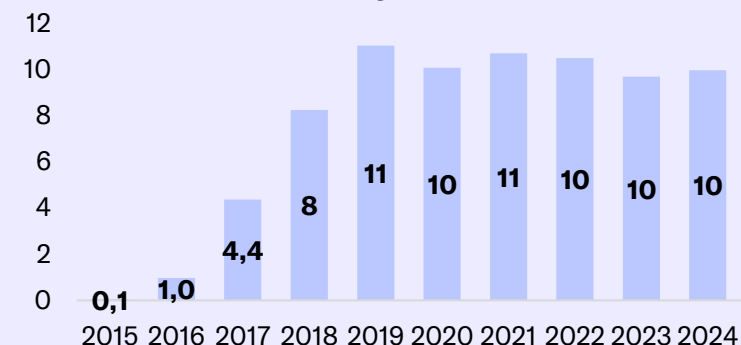
**Asiantuntijapalveluiden** tyypillinen asiakassuhde alkaa neuvonanto- ja toteutuspalveluilla ja jatkuu yleensä alustapalveluilla sekä automaatioiden ylläpitopalveluilla. Asiantuntijapalvelut ovat fyysisten työntekijöiden tuntipohjaista veloitusta. Jatkuvaveloitteiset palvelut ovat taas pääosin yhtiön oman automaatioalustan volyymi-, minuutti- tai potilaskohtaista laskutusta, ja pieni (~1/3) osa on fyysisen työntekijän tekemää automaation optimointia ja valvontaan perustuvaa laskutusta. Liiketoimintamallin tarkoitus on kasvattaa korkeakatteisempien jatkuvaveloitteisten palveluiden absoluuttista ja suhteellista osuutta liikevaihdosta. Näin neuvonanto- ja asiantuntijapalveluiden kasvu ja onnistuminen ovat kriittisiä jatkuvaveloitteisten palveluiden kasvun kannalta.

Asiantuntijapalvelut sisältävät advisory-palvelut (konsultointi) sekä automaation toteutus- ja käyttöönottopalvelut. Tällä alueella profiili on kuitenkin hieman muuttunut, ja nyt tarvetta on eri osaamisille ja ohjelmistokehittämiseen, mitä on tarvittu terveydenhuollon migraatiohankkeissa ja myös AI Agenteissa. Asiantuntijoita on vuoden 2025 lopulla noin 100 henkilöä.

## Jatkuvaveloitteinen liikevaihto



## Asiantuntija liikevaihto



# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 2/7

Asiantuntijapalveluista laskutetaan pääosin tuntiveloituksella, ja näin laskutusasteet ovat kriittisiä kannattavuuden kannalta. Ymmärryksemme mukaan laskutusasteet ovat nousseet vuoden 2025 aikana, mutta niissä on edelleen parannettavaa. Yhtiöllä on joitakin kiinteähintaisia projekteja. Arviomme mukaan liiketoiminnon ”normaali” kannattavuus (~5 % EBITA) heijastelee selvästi positiivista, mutta alle IT-palvelusektorin tyypillistä kannattavuutta. Matalampi kannattavuus on perusteltu, koska projektiliiketoiminta useimmiten johtaa jatkuvien palvelujen lisäykseen.

Maantieteellisesti Advisory-palvelut tehdään hyvin paikallisesti ja toteutushankkeet tehdään suurelta osin Puolasta, mikä tuo matalan kulutason myötä hintakilpailukykyä. Suomi on kuitenkin myös merkittävä asiantuntijamarkkina. Yhtiö suunnitteli pari vuotta sitten rakentavansa Irlantiin toisen toteutusyksikön, jonka tarkoitus olisi palvella asiakkaita myös Yhdysvalloissa. Tätä hanketta on kuitenkin hieman lykätty USA:n markkinan tullien luoman epävarmuuden myötä. Irlannin toimitusyksikkö on kuitenkin mahdollinen, mikäli UK:n toiminnot alkavat kasvaa e18-yritystason tukemana vahvemmin. Pitkällä tähtäimellä Yhdysvaltojen voimakkaan kasvun realisoituessa yhtiö tavoittelee edelleen vastaavaa matalan kustannustason toimitusyksikköä samoilta aikavyöhykkeiltä.

Yleisesti asiantuntijapalveluiden kartoitus, rakentaminen ja toteutus kestää muutamasta päivästä muutamaan viikkoon, jonka jälkeen ne siirtyvät ylläpitovaiheeseen. Yhtiö alkoi pari vuotta sitten käyttää alihankintaa, ja vaikka se on vielä pientä, tuo se hyvää joustavuutta.

**Jatkuvaveloitteiset palvelut** sisältävät pääosin yhtiön pilvipohjaisen Outsmart-automaatioalustan palveluita, mutta osin myös fyysistä työtä. Tekoälyn myötä tekoälyagenttien rooli on kasvanut selvästi ja tästä on tulossa keskeinen osa alustaa. Automaatioalustan palvelut ovat hyvin skaalautuvia.

Ymmärtääksemme jatkuvaveloitteisten palveluiden asiakasvaihtuvuus on pieni, mutta asiakasfokuksen tarkennuksen ja joidenkin asiakkaiden ottaessa prosesseja itse haltuun, on tämä aiheuttanut pientä poistumaa. Hinnoittelumalleja on 4: 1) kuukausi- eli resurssipohjainen, 2) minuuttipohjainen veloitus, 3) ”per potilas” koko hoitoketjun läpi ja uutena 4) tekoälyagenttien tuottamaan arvoon perustuva malli. Tekoälyagentit eivät vielä näy jatkuvissa palveluissa, vaan ne näkyvät nyt asiantuntijapalveluissa liikevaihtona. Lisäksi tekoälyagenttien käyttö on vahvempaa yksityisen sektorin asiakkaissa ja vähäisempää julkisen sektorin hankkeissa.

Jatkuvaveloitteisten palveluiden sisällä on useita eri kannattavuusrakenteita. Lisenssien jälleenmyynti, joka on arviomme mukaan tällä hetkellä ~20 % liiketoiminnan liikevaihdosta on matalakatteista. ~30 % on oman henkilöstön työtä ja vastaa asiantuntijaliiketoiminnan kannattavuustasoa (~5 %). Loput noin 50 % on omaan alustaan perustuvaa liikevaihtoa, joka on todella kannattavaa, koska se vaatii ainoastaan orkestrointi- ja kehityskuluja. Jatkuvaveloitteiset palvelut ovat keskitetty pääosin Puolaan, joka henkilökustannusten matalan kulutason myötä tuo hieman hintakilpailuetua. Kokonaisuutena liiketoiminnan tulisi pystyä noin 20 %:n EBITA-% tasoihin. Digital Workforcen kilpailuetu perustuu jatkuvaveloitteisiin palveluihin ja omaan pilvipohjaiseen automaatioalustaan.

## Oma Outsmart-alusta kilpailuetuna

Digital Workforcen kilpailuetu perustuu vahvasti omaan robotiikkaa ja tekoälyä hyödyntävän Outsmart-automaatioalustaan. OutSmartissa on kolme eri tasoa: Go, Scale ja Enterprise riippuen tarpeen laajuudesta. Go on kevyin ja robotiikkapainotteinen, kun taas Enterprise sisältää koko elinkaaren palvelut. Alusta on pilvipohjainen, mikä mahdollistaa joustavamman kehityksen ja päivittämisen.

## LIIKETOIMINTAMALLI



# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 3/7

Pilviteknologiana yhtiö käyttää Microsoft Azurea. Teknologiavalinnoissaan yhtiö on yleisesti avoin ja soveltaa tilanteeseen parasta vaihtoehtoa, mikä pitää mahdollisuudet avoimina ja laskee teknologiaan liittyvää riskiä.

**Teknologia-alustan pohja** muodostuu ”digityöntekijöistä”. Digityöntekijät ovat ohjelmistorobotiikkaan, tekoälyyn ja pilvipalveluihin perustuvia ohjelmistorobotteja, jotka hoitavat liiketoimintaprosesseja yhdessä ihmiskollegoiden kanssa. Digityöntekijät tuovat automaatiokyvykkyyden ja ne ovat asiakkaan hyötyjen lähde. Digityöntekijöille mallinnetaan tietotyön työnkulkua. Tavoitteena on, että digityöntekijä oppii tekemään samoja asioita kuin ihminen, mutta nopeammin ja kustannustehokkaammin.

Alusta hyödyntää useita teknologioita, mikä parantaa sovellettavuutta ja laskee teknologiaan liittyvää riskiä. Keskeisimmät robotiikkateknologiat ovat UiPath ja Blueprism. UiPath on valinnut Digital Workforcen Pohjoismaissa kärkikumppanikseen ja kumppanien myyntiä vauhditetaan insentiivirakenteilla ja markkinointiyhteistyöllä. Lisäksi yhtiö aloitti pari vuotta sitten yhteistyön Robocorpin avoimen lähdekoodin ratkaisun kanssa. Tämän lisäksi yhtiö on lisännyt merkittävästi yhteistyötä Microsoftin sekä Power Platformiin perustuvissa automaatoratkaisuissa että tietotyön tekemistä merkittävästi muuttavissa tekoälyagenteissa. Asiakkaat käyttävät eri ratkaisuihin eri teknologioita, ja siten toimittajalle/yhtiölle kilpailuetuna on useiden teknologioiden hallinta. Orkesterointiin yhtiö on kumppanoitunut Flowable AG:n kanssa, joka on osoittautunut hyväksi ratkaisuksi koko potilaan elinkaaren hallintaan, tekoälyagenttien sekä ihmisten välisten työnkulkujen ohjaamiseen ja automatisointiin. Lisäksi yhtiö soveltaa omia teknologioita esimerkiksi dokumenttien käsittelyssä.

**Teknologian ja alustan toisen kerroksen** muodostaa Run Management, eli toimintojen jatkuvuuspalvelut.

Digityöntekijöitä valvotaan ja ylläpidetään vuorokauden ympäri yhtiön kehittämillä menetelmillä asiakkaan vaatimustasosta riippuen. Yhtiö hyötyy asiakkaan liiketoiminnan kasvamisesta tai automaatioasteen lisäämisestä, kun useampia skaalautuvia digityöntekijöitä otetaan käyttöön.

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

Digital Workforcen kilpailuetu perustuu vahvasti omaan joustavaan alustaan ja koko elinkaaritarkjoamaan. Yhtiö on ollut omassa kentässään pioneeri ja kehittänyt alustaa lähes 10 vuotta, mikä kuvastaa etumatkaa markkinalle pyrkiviin. Lisäksi harvat samassa kokoluokassa olevat kilpailijat pystyvät tarjoamaan koko elinkaaren, varsinkin samalla pitkällä kokemuksella. Kolmas ja tärkeä kilpailuetu perustuu toimialaosaamiseen. Asiakkaiden itse hoitaessa prosessit, erottava tekijä on lisenssien hallinta. Yhtiö ostaa pilvi- ja robotiikkalisenssit itselleen ja tarjoaa niitä asiakkaalle palveluna. Näin yhtiö pystyy optimoimaan lisenssejä ja saamaan määrälennusta.

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

## Oman alustan hyödyt

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

## Teknologiat



# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 4/7

Jatkuvaveloitteisista palveluista suurin osa liikevaihdosta Pohjoismaissa tulee vielä teollisuudesta sekä pankki- ja vakuutusalaista. Nämä ovat luonteeltaan yleensä kokonaisulkoistuksia.

Terveydenhuollosta tulee kyllä jatkuvaveloitteista liikevaihtoa, mutta ei vielä samassa mittakaavassa. Terveydenhuollossa pitää olla oleva datainfrastruktuuri ensiksi saada kuntoon migraatiohankkeilla ja tämän jälkeen sitten pystytään jatkuvaveloitteisia palveluita soveltamaan.

Oman alustan riskit liittyvät teknologialisenssien hintoihin ja uuteen kilpailuun. Lisenssihinnoissa on ollut painetta ylöspäin, mutta yhtiö on pystynyt kompensoimaan kehitystä mm. suuremmilla ostovolyyymeilla. Kilpailuetua yhtiölle tuo alustan kehityksen etumatka (10 vuotta kehitystä). Toisaalta Digital Workforce on edelleen suhteellisen pieni ja investointivarat rajalliset verrattuna suuriin teknologiatoimittajiin.

## Maantieteellisesti Suomi suurin, mutta kasvufokus USA:ssa ja Isossa-Britanniassa

Maantieteellisesti Suomen osuus liikevaihdosta on edelleen selvästi suurin (2024 48 % liikevaihdosta). vaikka sen osuus on alle 2020-luvun alun (2020 55 %). Toiseksi suurin markkina-alue liikevaihdolla mitattuna on EU:n ulkopuoliset markkinat (2024 22 %), mikä sisältää käytännössä strategian keskiössä olevat kasvualueet Ison-Britannian, Irlannin ja USA:n. Puolan toiminnot ovat pääosin toimituskapasiteettia (near-shore) muihin maihin. Ruotsi vastasi 16 % liikevaihdosta ja Muu EU vastasi 6 %, joka on käytännössä Saksan markkina. EU:n ulkopuoliset markkinat ovat kasvaneet voimakkaimmin viime vuosina (noin 20-30 %). Kasvua vauhdittaa edelleen e18-yritysosto, vuosina 2025-2026.

**Suomen** liiketoiminta vaikutti olevan kypsässä vaiheessa

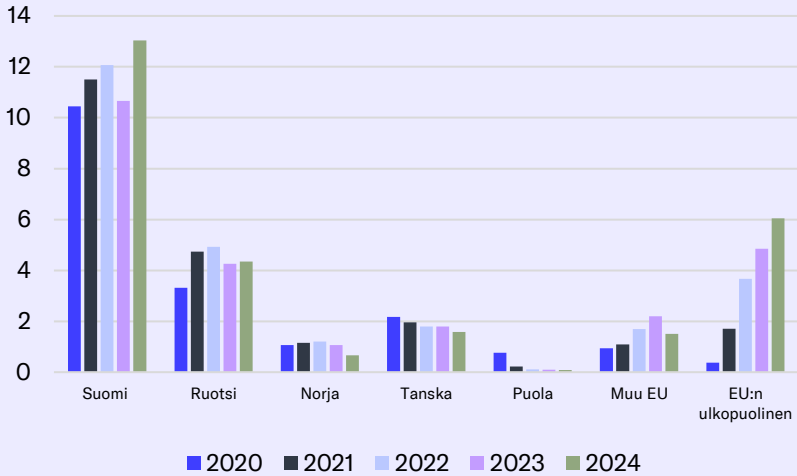
pari vuotta sitten ennen strategiatarkennusta ja vahvempaa asiakasfokusta. Nyt yhtiön mukaan kasvunäkymä on kuitenkin hyvä terveydenhuollon ja julkishallinnon vetämänä. Yhtiö alkoi vajaa kaksi vuotta sitten voittamaan useita Terveydenhuollon datamigraatiohankkeita Suomessa. Migraatiohankkeita on jäljellä ainakin pari vuotta vielä ja ne ovat kokoluokaltaan sadasta tuhannesta miljoonan euroon. Tämän ajamana osajaprofiili muuttui hieman ja yhtiö alkoi rekrytoida terveydenhuollon asiantuntijoita, analyytikoita ja ohjelmistokehitysosaajia. Samaan aikaan Outsmart-alustalle alettiin rakentaa terveydenhuollon vertikaalille potilasjärjestelmän elinkaaritarjoomaa, jotta asiakkaat voidaan migraatiohankkeen jälkeen siirtää jatkuvaveloitteisten palveluiden piiriin. Lisäksi Suomessa on vankka ja hyvä asiakaskunta pankki- ja vakuutusosalalla, mitkä ovat kuitenkin kypsemmässä vaiheessa.

**Skandinaviassa** viime vuodet ovat olleet pettymys. Tanskan ja Norjan toiminnot lakkautettiin kesällä 2023, ja kyseisiä markkinoita hoidetaan nyt Ruotsista (Skandinavia 2024 : 24 % liikevaihdosta). Näkemyksemme mukaan investointien kohdentaminen suuremman potentiaalin markkinoihin oli järkevää. Ruotsissa, joka vastasi vuonna 2024 16 % liikevaihdosta, on yhtiön kommenttien perusteella kuitenkin edelleen hyviä kasvumahdollisuuksia ja muissa Pohjoismaissa liiketoiminnan ei tulisi enää supistua.

**Puola** on edelleen puhdas osaamiskeskus ja globaali toimitusyksikkö. Puolassa on noin 70 työntekijää. Käyttöasteet ovat ymmärryksemme mukaan hyvät ja toimituskapasiteettia kasvatetaan tarpeen mukaan.

**USA** oli aikaisemmin kasvumarkkinoista tärkeämpi, mutta tullien luoma epävarmuus muutti vaakakupin. Tällä hetkellä USA:n investoinnit ovat hyvin harkittuja ja pieniä. Nykyisiä asiakkuuksia kuitenkin hoidetaan edelleen hyvin.

Liikevaihto, alueittain



| Maantieteellinen kasvu-%   | 2021  | 2022  | 2023  | 2024  |
|----------------------------|-------|-------|-------|-------|
| Suomi                      | 10 %  | 5 %   | -12 % | 22 %  |
| Ruotsi                     | 43 %  | 4 %   | -13 % | 2 %   |
| Norja                      | 8 %   | 5 %   | -12 % | -38 % |
| Tanska                     | -10 % | -8 %  | 0 %   | -12 % |
| Puola                      | -71 % | -49 % | -11 % | -22 % |
| Muu EU (Saksa)             | 16 %  | 56 %  | 29 %  | -31 % |
| EU:n ulkopuolinen (UK USA) | 352 % | 115 % | 32 %  | 24 %  |

# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 5/7

Yhtiö odottaa siis epävarmuuden selkeytymistä ja fokuksituu jatkossa USA:ssa pieniin ja keskisuuriin sairaaloihin, joissa yhtiö voi hyödyntää Suomen terveydenhuollon osaamista. Suomen HUS-asiakkuus on toiminut hyvänä referenssinä, ja sen tukemana yhtiöllä on paikallisesti myös onnistumisia asiakaskentässä. Yleisesti USA:n yksityinen sektori on ostajana ”helpompi” asiakas, verrattuna esimerkiksi Suomeen ja Iso-Britanniaan. USA:n terveydenhuollon asiakkaat ovat yleensä instituutioita, mikä helpottaa laajentumista. USA:ssa liiketoiminta on ollut vahvasti asiantuntijavetoista, mutta viimeisimmät sopimukset sisältävät ymmärryksemme mukaan lähes kaikki myös jatkuvia toimintoja, mikä on jatkuvuuden ja katerakenteen osalta positiivista. Jatkossa yhtiö tavoittelee osan USA:n asiakastyöstä tehtävän Euroopasta, mikä tukee kannattavuutta halvempien tuotantokustannusten myötä.

Iso-Britanniassa ja Irlannissa oli historiassa käynnistyshaasteita, mutta nyt alue on yhtiön keskeinen kasvumarkkina yritystojen vauhdittamana. Digital Workforce toteutti vuonna 2022 pienen eclair-yritystoston, mikä oli strategisen laajentumisen näkökulmasta looginen ja vahvisti asemaa terveydenhuollon sektorilla kyseisillä markkinoilla. Yritystosto ei aivan mennyt toivotulla tavalla kun johtoa jouduttiin muokkaamaan. Samalla maiden toiminnot yhdistettiin vuonna 2023. Vuoden 2025 lopulla yhtiö toteutti [e18-yritystoston](#), joka vahvisti asemaa erityisesti terveydenhuollossa. Terveydenhuolto onkin potentiaalisin kasvualue ja se on markkinana yhtiön kommenttien perusteella vähintään 3-5 vuotta Suomea jäljessä. Terveydenhuollon markkinassa on 220 pientä hyvinvointialuetta, ja puolella niistä ei ole mitään automaatiota. Ison-Britannian hallitus kertoi tänä vuonna 10 miljardin lisäbudjetista julkisen terveydenhuoltojärjestelmän digitalisaatioon vuoteen 2028–2029 mennessä. Tällä hetkellä Digital Workforcella on noin 50 asiakasta Iso-Britannian terveydenhuollossa. Yhtiöllä on myös joitakin

asiakkaita muissa asiakasvertikaaleissa, mutta fokus vaikuttaa selvästi olevan jatkossa Terveydenhuollossa. Terveydenhuollon fokus on mielestämme hyvä, sillä yhtiöllä vaikuttaa olevan tässä asiakassegmentissä paras kilpailuetu juuri tällä markkinalla.

## Valitut toimialavertikaalit

Digital Workforcen asiakaskunta oli vuonna 2020 suhteellisen hajautunut ja on ymmärryksemme mukaan sitä edelleen. Yhtiöllä ei aikaisemmin ole ollut tarkempaa toimialafokusta, mutta yhtiön kasvaessa se huomasi vahvan osaamisen myötä kilpailuetua terveydenhuollon sekä pankki- ja vakuutusalan asiakkaissa. Tämän myötä yhtiö fokuksitui vuodesta 2023 lähtien kyseisiin asiakasvertikaaleihin. Fokus paransi ja terävöitti yhtiön osaamista asiakasvertikaaleissa ja siten vahvistaa kilpailuetua. Tämä pätee erityisesti Suomessa, Skandinaviassa ja USA:ssa, joissa käytetään pääosin samaa potilastietojärjestelmää. Näin osaamisen hyödyntäminen maiden rajojen yli myös helpottui huomattavasti. Terveydenhuollon osuus on ymmärryksemme mukaan kasvanut selvästi vuodesta 2020, mutta pankki- ja rahoituspalveluiden sekä vakuutusalan osuus on laskenut.

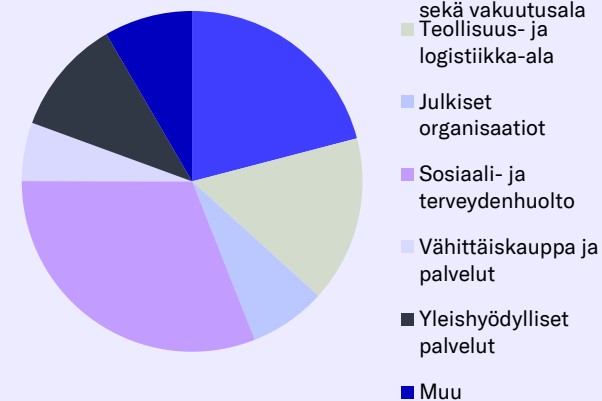
## Matala asiakasriippuvuus ja hyvä asiakaspito

Automaattioratkaisujen ja Digital Workforcen potentiaalisimmat asiakkaat ovat suuret ja keskisuuret organisaatiot tietotyövaltaisilla toimialoilla, kuten esimerkiksi pankki- ja vakuutusallalla sekä terveydenhuollossa. Pohjoismaissa yhtiö tavoittelee lisäksi 100 suurinta yhtiötä jokaisesta maasta, 20 suurinta kuntaa, terveydenhuoltoa ja valtionhallintoa. Yhdysvalloissa ja Isossa-Britanniassa yhtiö keskittyy yksityisellä sektorilla keskisuurten yritysten segmenttiin ja lisäksi erityisesti terveydenhuoltoon. Nykyisissä asiakkaissa yhtiöllä on kuitenkin edelleen näiden kriteerien ulkopuolisia toimijoita, mutta uusiasiakashankinta keskittyy edellä mainittuihin kriteereihin.

## Asiakasreferenssejä



## Liikevaihto toimialoittain



Lähde: Digital Workforce / Inderes

# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 6/7

Digital Workforcen asiakasriippuvuus on arviomme mukaan edelleen suhteellisen matala (2020: 20 suurinta asiakasta 58 %). Keskimääräinen asiakas on ymmärryksemme mukaan reilu 100k euroa/vuosi. Keskimääräisen asiakaskoon tulisi kasvaa uusmyynnin fokusoitussa selvästi aikaisempaa suurempiin asiakkaisiin Pohjoismaissa ja erityisesti kansainvälisesti sekä terveydenhuollon asiakkaiden parissa. Jatkuvien palveluiden ylösajo tulee asteittain, ja suuremman laskutettavan osuuden kasvattaminen kestää yleensä pidempään. Asiakaskoon kasvaessa paranee myös skaalautuvuus.

Asiakkaat ovat historiassa antaneet positiivista palautetta yhtiön liiketoimintaprosessien automaation kyvykkyyksiin liittyvästä osaamisesta, jatkuvaluonteisesta tarjoamasta, joustavasta asiakaspalvelusta ja palveluiden korkeasta laadusta. Nämä tekijät tukevat asiakaspitoa. Alhaista vaihtuvuutta on tukenut myös se, että kilpailu automaatoratkaisujen jatkuvissa palveluissa on vielä ollut suhteellisen pientä ja vaihtaminen vaikeaa sekä hyödyt pienet. Kilpailu tulee tekoälyagenttien myötä kuitenkin arviomme mukaan kiristymään ja voi aiheuttaa korkeampaa asiakasvaihtuvuutta. Viimeisen parin vuoden aikana asiakaspoistumaa on arviomme mukaan ollut historiaa enemmän, mikä johtuu osin strategisista muutoksista maantieteissä ja asiakassektoreissa.

## Organisaatio ja myynti

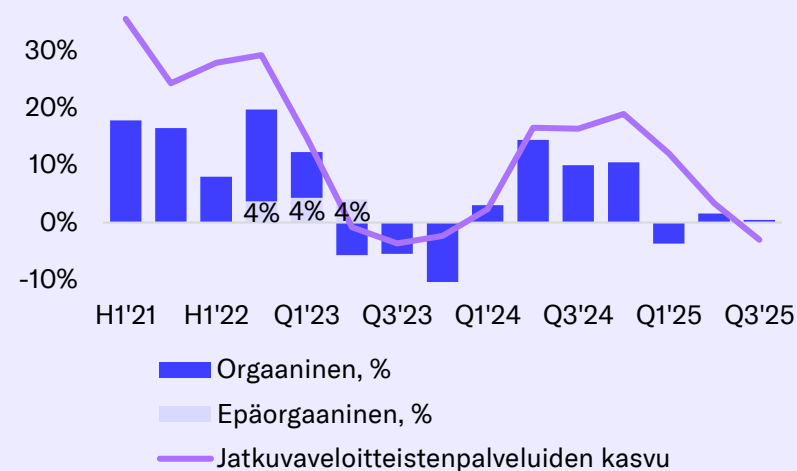
Isossa kuvassa organisaatorakenne on matala. Maat ovat yhtä kuin markkina-alueet. Lisäksi rakenteessa on asiakasvertikaalit, jotka menevät läpi maaorganisaatioiden. Konsernifunktiot ovat talous, HR ja markkinointi. Organisaatiomallin myötä yhtiö pystyy näkemyksemme mukaan suhteellisen helposti avaamaan uusia markkinoita,

koska käytännössä tähän tarvitaan pelkästään myyjiä. Toisaalta nyt uudet markkinat eivät ole ymmärryksemme mukaan ajankohtaisia, vaan yhtiö panostaa nykyisiin kasvumarkkinoihin.

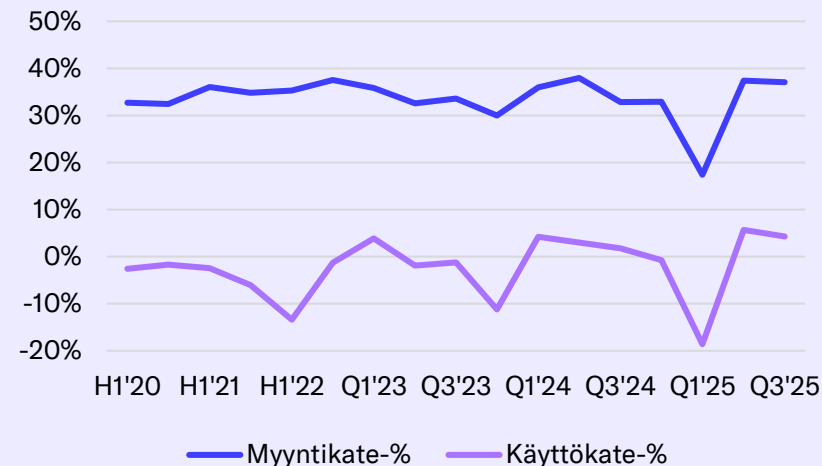
Myyntiorganisaatio on hieman muuttunut ja maiden myyntijohtajia on vaihtunut. Myyntiä johdetaan markkina-alueittain, jotka perustuvat asiakasvertikaaleihin. Myyntiä on keskitetty ja se sisältää noin 20 työntekijää (aik. 30), 3-5 per markkina ja asiakasvertikaali. Lisäksi yhtiö käyttää myös kumppaneita markkina- ja toimialakohtaisesti. Kumppanimalli toimii erityisesti sellaisissa segmenteissä, joissa myyntisyklit olisivat pitkät ja tarvitaan paikallista toimialaosaaamista. Yleisesti myyntiaika vaihtelee paljon asiakkaasta riippuen ja on keskimäärin 3-6 kuukautta. Ymmärryksemme mukaan yhtiö haluaa kehittää myyntiä kokonaisvaltaisempaan suuntaan, mikä vaatii Digital Workforcen teknisen alustan lisäksi enemmän toimialaosaaamista. Tämä on kriittistä, sillä nykyiset ostajat ovat korkeammalla asiakasorganisaatiossa ja vaativat syvempää ymmärrystä asiakkaan liiketoiminnasta.

Viimeisimmät suuremmat organisaatiomuutokset ovat kesältä 2023, kun Iso-Britannia ja Irlanti yhdistettiin. Näin yhtiö sai tiivistettyä organisaatiota ja toimenkuvia. Samalla yhtiö otti pankki- ja vakuutus-toimialan omaksi asiakasvertikaaliksi. Myös toimitusorganisaatio eli Puola ja lokaalit asiantuntijat laitettiin yhteen. Vuoden 2023 lopulla Tanska ja Norja siirrettiin Ruotsin alle, mikä myös tehosti toimintoja. Hallinnollisesti yhtiö teki myös viime vuonna paljon konsolidointia: tilitoimistot, raportointi jne., mikä paransi johtamista ja toi tehokkuutta. Viimeisen vuoden aikana on myös tapahtunut pienempiä muutoksia johtoryhmässä ja painopisteen siirtoa on jatkettu terveydenhuoltoon sekä tekoälyagentteihin.

## Liikevaihto



## Kannattavuus



# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 7/7

## Kulut ja skaalautumisen potentiaali muodostuvat pääasiassa jatkuvista palveluista

Digital Workforcen liiketoimintamalli on kulujen ja skaalautuvuuden mielessä hybridi asiantuntijapalveluiden ja ohjelmistoliiketoiminnan välillä. Asiantuntijapalvelut ovat hyvin henkilöstöintensiivisiä eivätkä ne juuri skaalaudu. Asiantuntijapalveluiden kannattavuus on hyvin riippuvainen laskutusasteista. Jatkuvaveloitteiset palvelut taas perustuvat suurelta osin omaan alustaan ja pienin osin henkilöstötyöhön. Näin jatkuvaveloitteiset palvelut skaalautuvat hyvin. Käytännössä jatkuvaveloitteisten palveluiden liikevaihdon ja asiakasmäärän kasvaessa tietyllä tasolle useimpien kuluerien yksikkökustannukset alkavat laskea suhteessa liikevaihtoon.

Tällä hetkellä yhtiö panostaa kasvuun, mutta ei kannattavuuden kustannuksella. Näin kannattavuusparannus alkaa tulemaan jatkossa vahvemmin skaalautumisen kautta. Kypsässä vaiheessa yhtiön pitäisi näkemyksemme mukaan pystyä 20 %:n EBITDA-tasoihin kestävästi. Yhtiön myyntikate-% on ollut 33-35 % vuosina 2020-2024. Myyntikatteessa on myös hieman nousuvaraa, oman alustan myynnin osuuden kasvaessa.

Digital Workforcen kuluista merkittävä osa muodostuu henkilöstökuluista (2024: 52 % kustannuksista) ja osin henkilöstöstä riippuvaisista liiketoiminnan muista kuluista (14 %). Liiketoiminnan muut kulut sisältävät mm. toimitila-, hallinto- ja markkinointikulut. Materiaalit ja palvelut muodostivat 34 % kuluerän vuonna 2024 ja sisältävät pääosin lisenssi- ja alihankintakuluja, kun sitä on alettu käyttämään. Poistot vastasivat 1 % kuluista ja liittyvät pääosin aktivoituihin kehitysmenoihin. Kulurakenteen painopiste on muuttunut viime vuosina vahvemmin materiaalien ja palvelujen suuntaan, kun henkilöstökulut

ovat suhteellisesti laskeneet. Painopisteen muutosta on ajanut jatkuvaveloitteisten palvelujen liikevaihdon suhteellinen kasvu, joka sisältää osin lisenssejä ja näkyy myös kuluina materiaalien ja palveluiden alla. Strategian mukaisen jatkuvaveloitteisten palveluiden kasvun jatkuessa asiantuntijapalveluita nopeampana, sama trendi tulee jatkumaan.

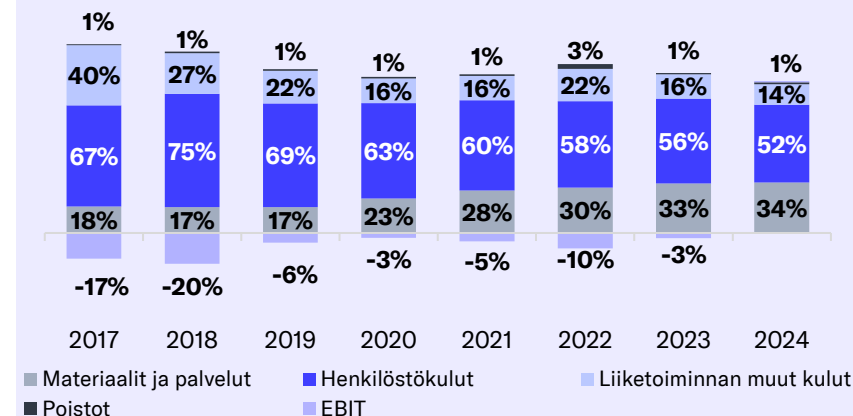
Kulurakenne eroaa IT-palveluyhtiöistä niin, että suurin osa materiaaleista ja palveluista on pilvipalveluihin liittyviä hostaus- ja lisenssimaksuja ja vain pieni osa alihankintaa, kun IT-palveluyhtiössä tämä erä on pääosin alihankintaa. Digital Workforce ei aikaisemmin käyttänyt juurikaan alihankintaa, mutta on lisännyt sitä vuodesta 2023 alkaen.

## Keskeisimmät investoinnit ja riskit

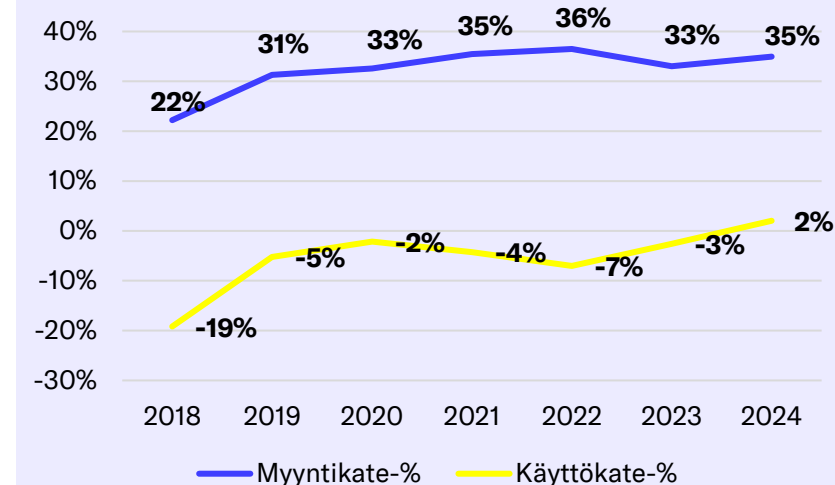
Yhtiö on viimeisen parin vuoden ajan hillinnyt investointeja ja toteuttanut niitä harkiten. Vuonna 2025 yhtiö panostaa jokaisella markkinalla terveydenhuoltoon ~70 % investoinneista ja AI-agentteihin noin 30 %. Oman alustan investoinnit ovat ymmärryksemme mukaan suurimmilta osin takana, mutta tuoteliiiketoiminnan tapaan se vaatii jatkuvasti pientä jatkokehitystä. Koska yhtiö tavoittelee kannattavaa kasvua lyhyellä aikavälillä eikä aktivoi kuluja, on taseessa liikkumavaraa epäorgaaniseen kasvuun. Yritysosot sisältävät luonnollisesti myös useita eri riskejä.

Keskeisimmät operatiiviset riskit liittyvät oman alustan kilpailukyvyn säilyttämiseen/parantamiseen, palkkainflaatioon, osajien saatavuuteen, skaalautuvuuden realisoitumiseen, kasvupanostusten onnistumiseen ja erityisesti tekoälyyn sekä tekoälyagenttien disruptiouihaan. Keskeisin hintariski liittyy asiakashintojen paineeseen teknologian kehittyessä ja kilpailun lisääntyessä. Lisäksi muutamiin kiinteähintaisiin projekteihin liittyy projektiriskejä, mutta niitä on suhteellisesti vähän.

Kulut-% liikevaihdosta



Kate-%

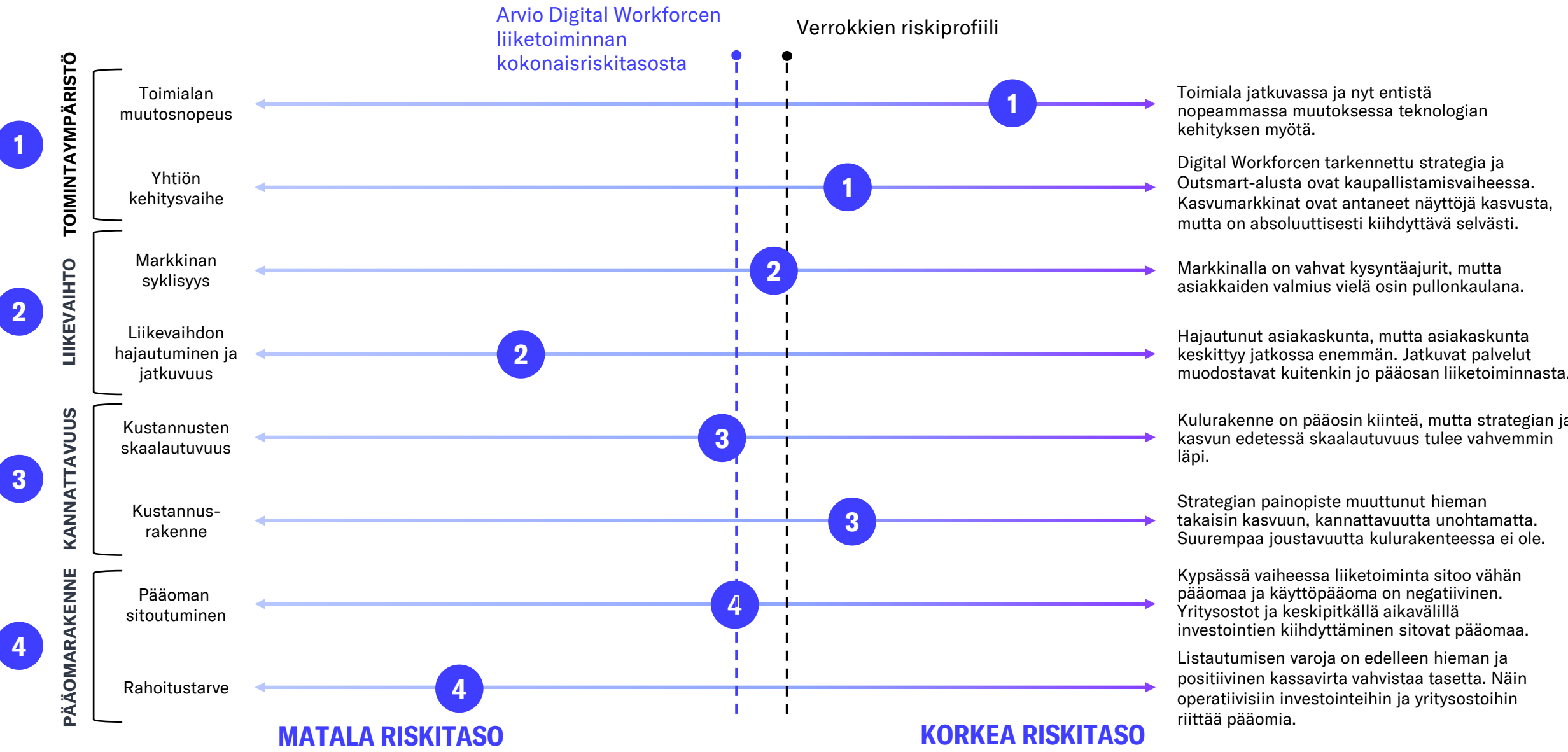


# Digital Workforcen keskeisiä tunnuslukuja

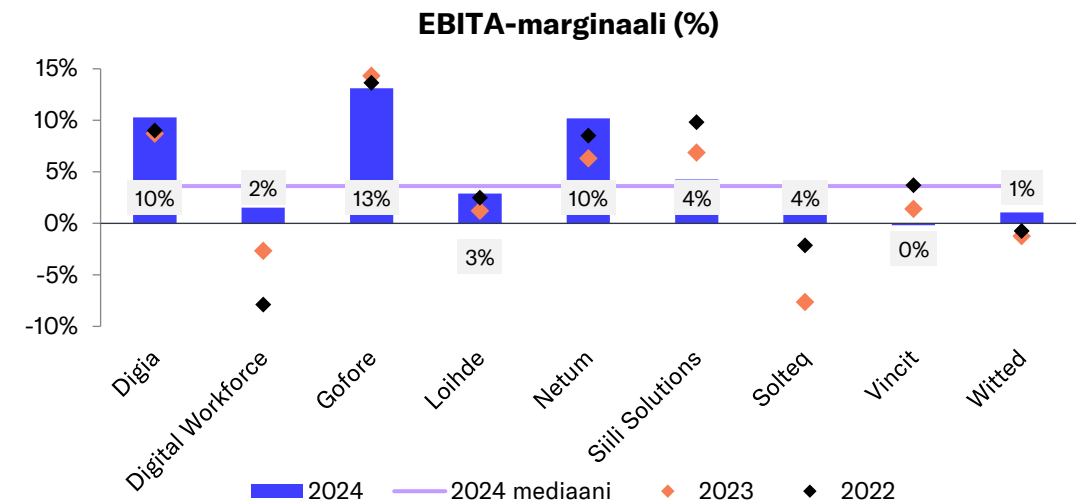
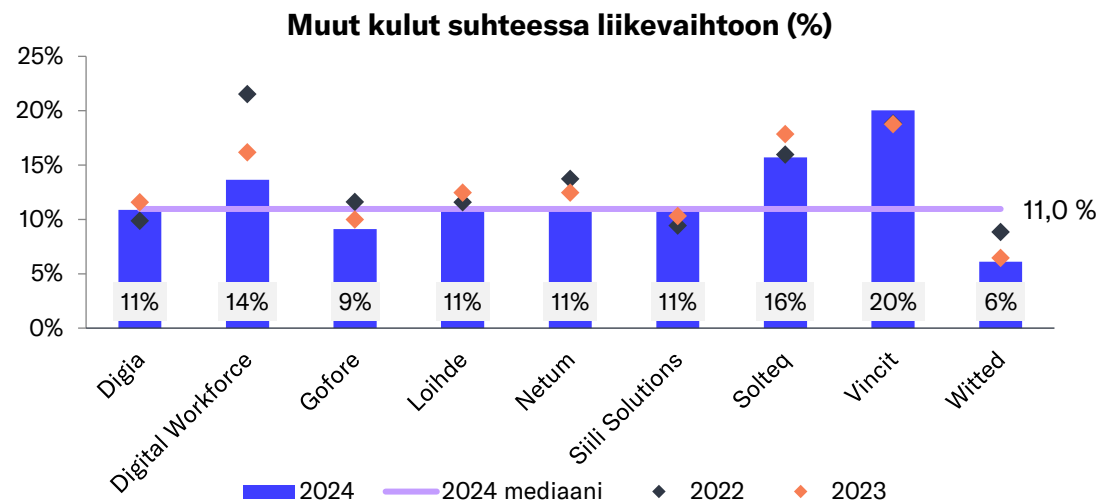
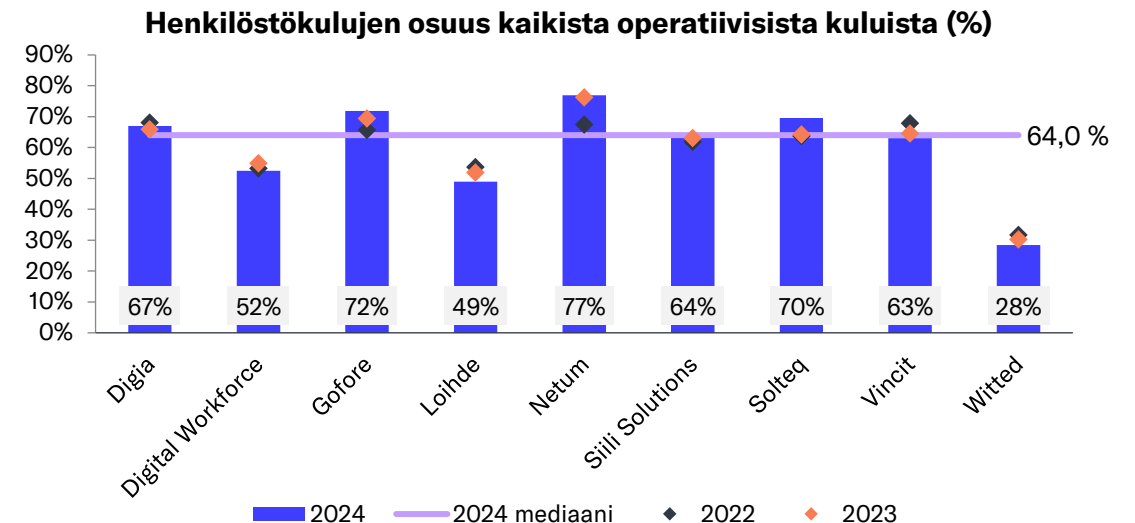
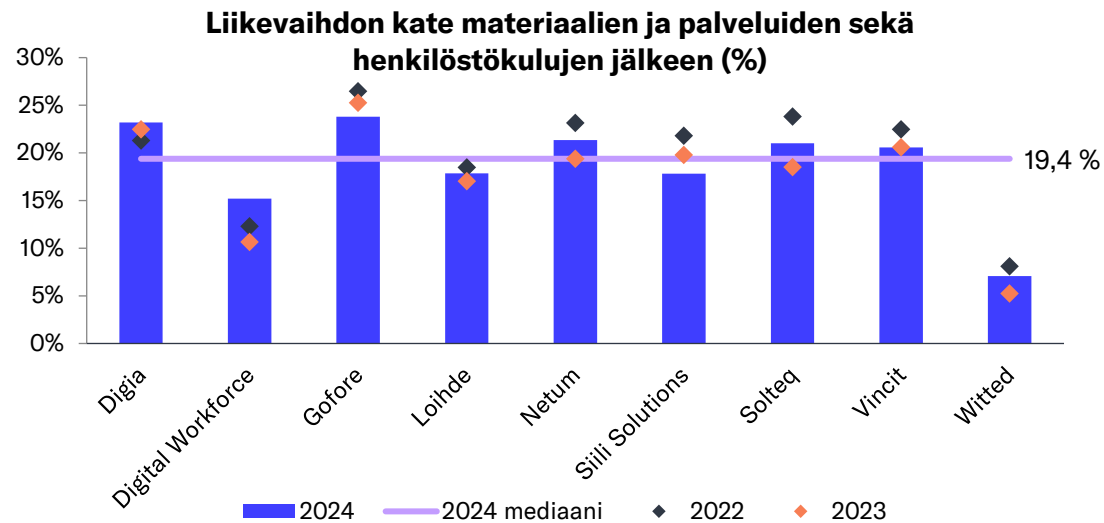
| Lyhennetty tuloslaskelma    | 2017    | 2018    | 2019   | 2020   | 2021   | 2022    | 2023   | 2024  |
|-----------------------------|---------|---------|--------|--------|--------|---------|--------|-------|
| Liikevaihto                 | 5,7     | 11,7    | 17,2   | 19,1   | 22,4   | 25,5    | 24,9   | 27,3  |
| Käyttökate (EBITDA)         | -0,9    | -2,3    | -0,9   | -0,4   | -1,0   | -1,7    | -0,6   | 0,6   |
| Oikaistu liikevoitto (EBIT) | -1,0    | -2,4    | -1,1   | -0,6   | -0,8   | -1,3    | 0,0    | 0,8   |
| Liikevoitto (EBIT)          | -1,0    | -2,4    | -1,1   | -0,6   | -1,2   | -2,6    | -0,8   | 0,3   |
| Tulos ennen veroja          | -1,0    | -2,5    | -1,1   | -0,8   | -3,5   | -3,0    | -0,7   | 0,6   |
| Nettotulos                  | -1,0    | -2,6    | -1,2   | -0,9   | -3,6   | -3,0    | -0,7   | 0,6   |
| Osakekohtainen tulos        | -2,3    | -5,2    | -2,4   | -1,8   | -0,3   | -0,15   | 0,01   | 0,09  |
| Vapaa kassavirta            | -1,5    | -2,4    | -0,7   | 1,1    | -2,8   | -2,4    | -3,5   | 0,1   |
| Avainluvut                  | 2017    | 2018    | 2019   | 2020   | 2021   | 2022    | 2023   | 2024  |
| Liikevaihdon kasvu-%        | 347,2 % | 104,2 % | 46,3 % | 11,3 % | 17,1 % | 13,9 %  | -2,2 % | 9,4 % |
| Käyttökate-%                | -16,3 % | -19,2 % | -5,2 % | -2,1 % | -4,3 % | -6,7 %  | -2,6 % | 2,3 % |
| Oik. liikevoitto-%          | -17,0 % | -20,4 % | -6,3 % | -3,1 % | -3,8 % | -5,0 %  | -0,2 % | 2,9 % |
| Liikevoitto-%               | -17,0 % | -20,4 % | -6,3 % | -3,1 % | -5,5 % | -10,2 % | -3,4 % | 1,0 % |
| ROE-%                       | -141 %  | -181 %  | -146 % | 455 %  | -40 %  | -18 %   | -5 %   | 4 %   |
| ROI-%                       | -55 %   | -68 %   | -38 %  | -34 %  | -12 %  | -14 %   | -5 %   | 3 %   |
| Omavaraisuusaste            | 20 %    | 20 %    | 3 %    | -6 %   | 69 %   | 55 %    | 71 %   | 61 %  |
| Nettovelkaantumisaste       | -60 %   | -60 %   | -34 %  | 156 %  | -100 % | -101 %  | -83 %  | -82 % |
| Osakelukuja                 | 2017    | 2018    | 2019   | 2020   | 2021   | 2022    | 2023   | 2024  |
| EPS (oikaistu)              | -2,27   | -5,19   | -2,40  | -1,82  | -0,25  | -0,15   | 0,01   | 0,09  |
| Kassavirta / osake          | -3,49   | -4,92   | -1,41  | 2,26   | -0,49  | -0,22   | -0,31  | 0,01  |
| Osinko / osake              | 0,00    | 0,00    | 0,00   | 0,00   | 0,00   | 0,00    | 0,00   | 0,09  |
| Omapääoma / osake           | 3,22    | 2,87    | 0,43   | -1,22  | 3,18   | 1,38    | 1,31   | 1,32  |

Lähde: Inderes

# Liiketoimintamallin riskiprofiili

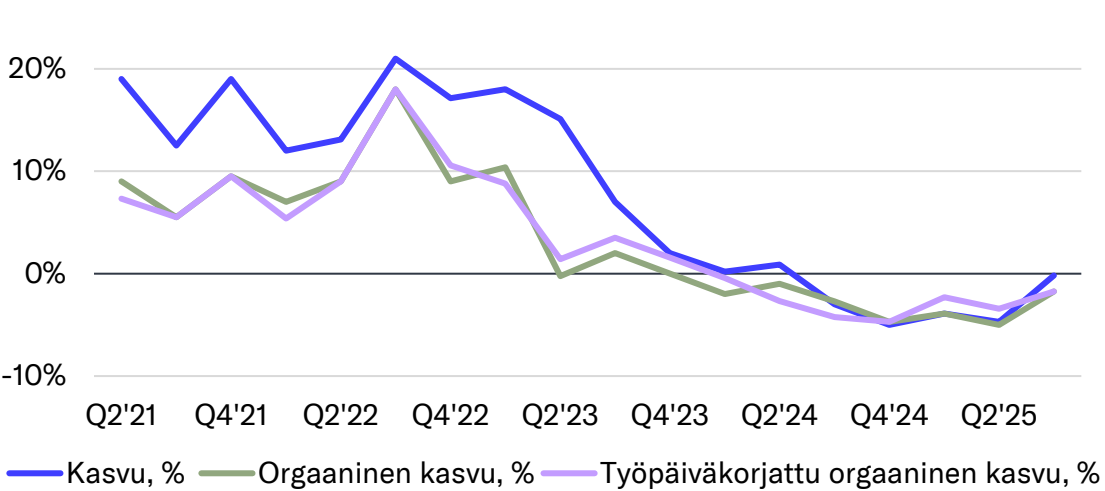


# Sektorin relevantit raportoidut mittarit 1/2

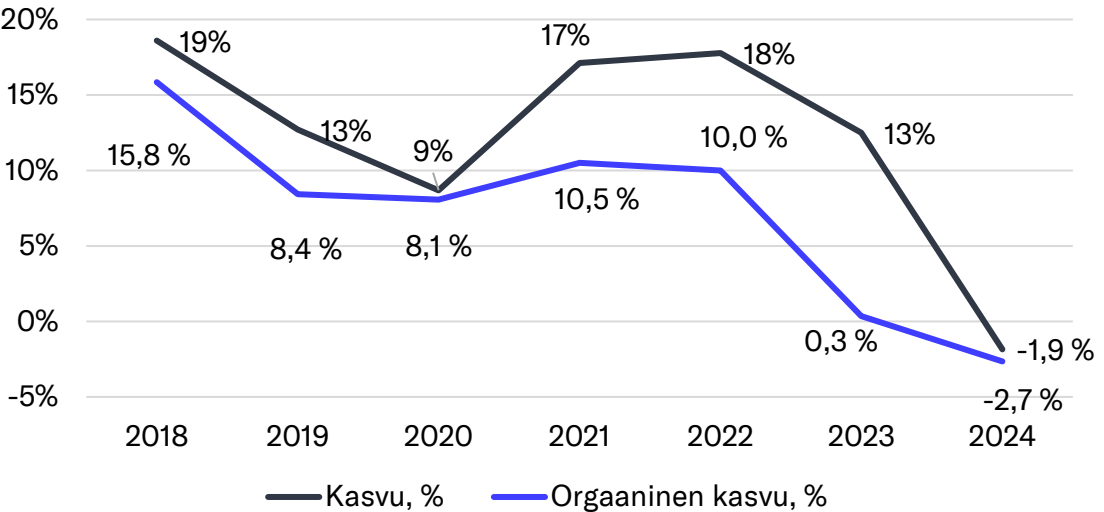


# Sektorin relevantit raportoidut mittarit 2/2

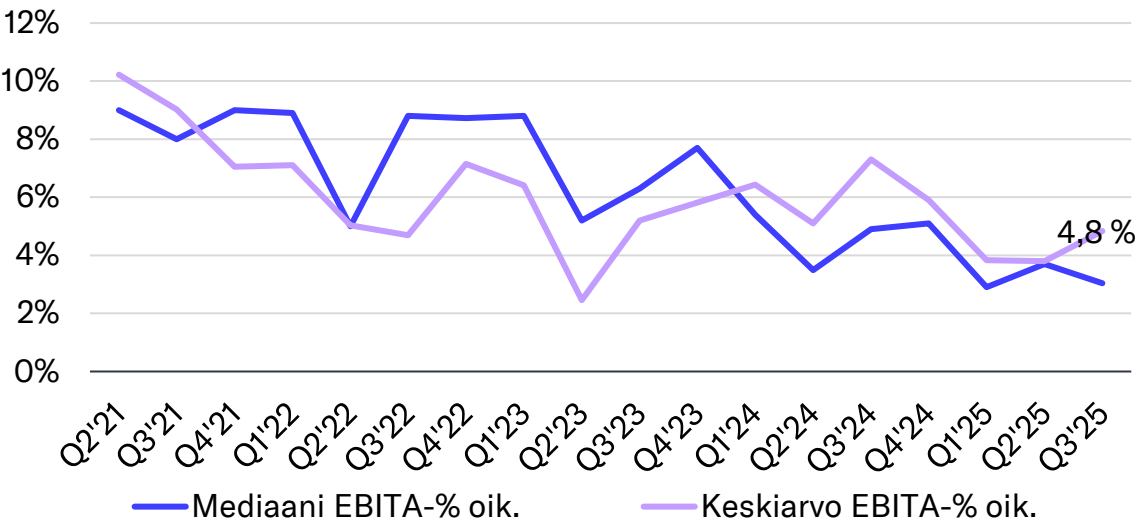
Suomen listattu IT-palvelusektori, liikevaihto



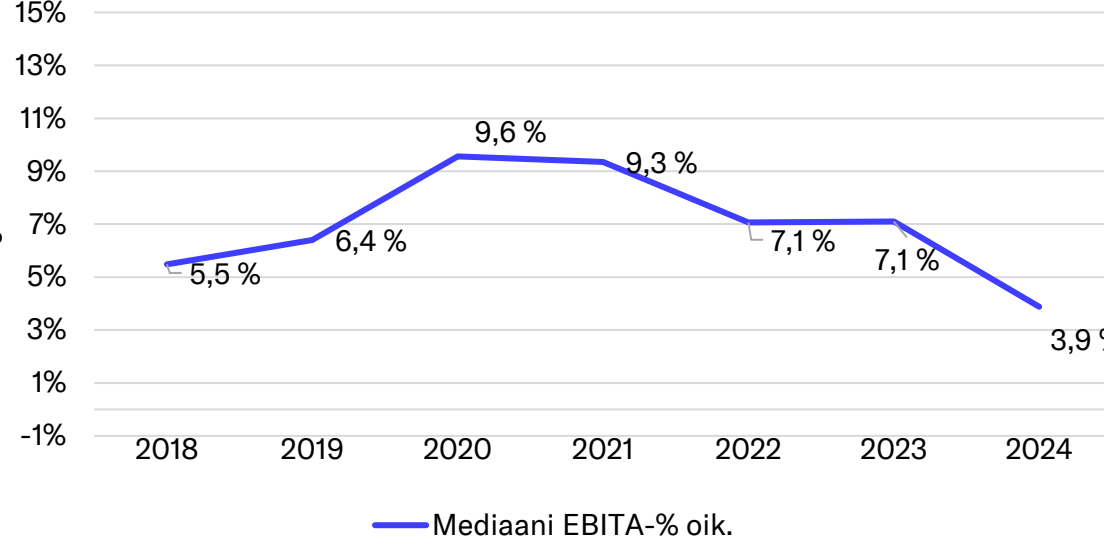
Suomen listattu IT-palvelusektori, liikevaihto



Suomen listattu IT-palvelusektori, kannattavuus



Suomen listattu IT-palvelusektori, kannattavuus



# Liiketoimintaprosessien automaation markkina 1/3

## Ohjelmistorobotiikka on muuttumassa osaksi laajempaa IT-kokonaisuutta

Tutkimusorganisaatio Forrester arvioi kansainvälisen ohjelmistorobotiikan globaalin palvelumarkkinan kooksi 14,4 miljardia dollaria ja ohjelmistojen 3,6 miljardia dollaria vuonna 2022. Forresterin raportissa tutkimusyhtiö odottaa markkinan kasvavan 22 miljardiin (16+6) vuoteen 2025 mennessä (palveluiden kasvu keskimäärin 4 % vuodessa ja ohjelmistojen 22 %). Vaikka tutkimuksesta on jo muutama vuosi kuvastaa se kuitenkin markkinan suurta kokoa ja kasvua ja sitä, ettei se ole kasvun rajoite vielä suhteellisen pienelle Digital Workforcelle. Yhtiö arvioi Forresterin raportin RPA-palvelut (Robotic Process Automation) jakautuvan edelleen implementaatioon (60 %), konsultointiin (25 %) ja tukeen (15 %). Digital Workforce toimii kaikilla palvelualueilla, mutta strategisesti tärkein on tuki ja ylläpito.

Maantieteellisesti Pohjois-Amerikka on historiassa ollut suurin RPA-palveluiden ostaja yli 40 %:n osuudella ja Eurooppa on vastannut noin 20 %, tutkimuksen mukaan. Näin Digital Workforcen strateginen valinta panostaa USA:han on hyvin perusteltu, vaikka fokus lyhyellä aikavälillä onkin hieman pienempi. USA:n laajentuminen vaatii epävarmuuden selkeytymistä ja näyttöjä terveydenhuollon asiakkaista.

Forresterin useamman vuoden takaisen arvion mukaan robotiikka ja automaatio tulevat muuttamaan täysin jopa 80 % nykyisistä työtehtävistä vuoteen 2030 mennessä. Kyseiset arviot ovat ennen generatiivisen tekoälyn viimeisen reilun parin vuoden voimakasta kehitystä, ja se on edelleen nopeuttanut kehitystä ja RPA-markkinan kehitystä. Pari vuotta sitten Forrester totesi markkinan olevan muuttumassa yksittäisten teknologioiden mahdollistamista tehtävien automatisoinneista, kokonaisvaltaisten liiketoimintaprosessien niin sanotuksi automation fabric –markkinaksi. Toisen tutkimusyhtiön, Gartnerin, vastaava kuvaus markkinan

kehityksestä kostuu liiketoiminnan orkestrointi- ja automaatioteknologia-alustoista (BOAT), jonka kilpailukenttä on sivulla 22. Gartner arvioi, että vuoteen 2030 mennessä 70 % yrityksistä siirtyy konsolidoituun automaatioalustaan, joka orkestroi liiketoimintaprosesseja, tekoälyagentteja, botteja, API-rajapintoja ja ihmisten toimia, kun vastaava luku oli 5 % vuoden 2025 syksyllä. Digital Workforce toi jo vuoden 2022 lopulla markkinoille kaupallisen alustan vastaamaan kyseiseen tarpeeseen. Markkinan muuttuessa nopeasti myös Digital Workforcen on pystyttävä jatkuvasti kehittämään liiketoimintaansa ja soveltamaan parhaita teknologioita.

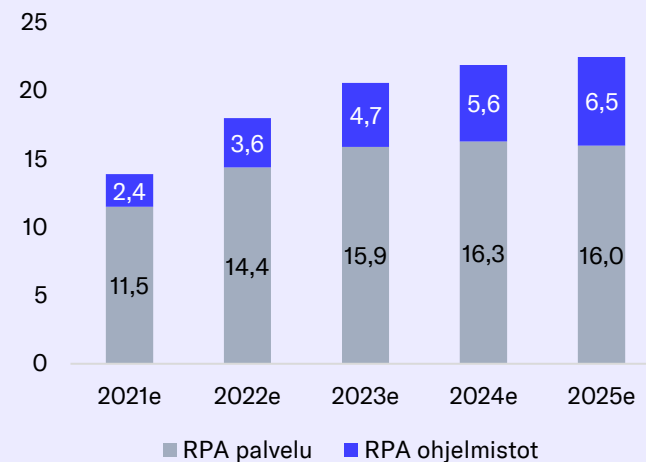
Digital Workforcen markkinapotentiaali on näin ollen suuri. Yhtiö on Pohjoismaissa todistanut tuotteen kypsyyden ja kilpailukyyn. Seuraavaksi kriittistä yhtiön strategian ja tavoitteiden saavuttamisen kannalta on onnistua laajentumaan myös vahvemmin Iso-Britanniassa, Irlannin alueilla sekä USA:ssa.

## Liiketoimintaprosessien automaation markkina kasvaa

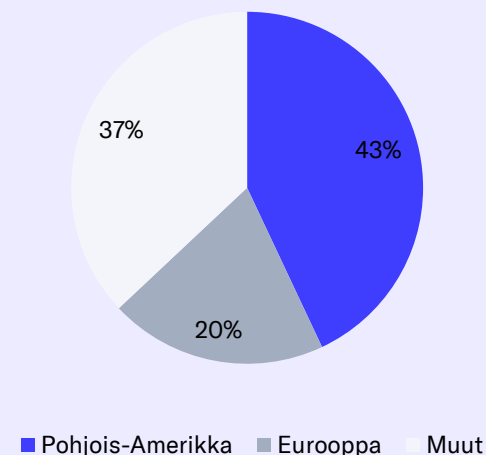
Palvelumarkkinan Forresterin ennustaman kasvun piti olla 10 % vuonna 2022, mutta hidastua tulevina vuosina alle 5 %:n tasolle. Ohjelmistojen kasvun odotettiin jatkuvan vahvana (keskimäärin reilu 20 %) vuosina 2023-2025. Digital Workforcen liiketoimintamallin tarkoitus on ajaa jatkuvaveloitteisten palvelujen kasvua, joka hyödyntää vahvasti juuri robotiikkateknologioita.

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

RPA-markkina, USD miljardia



RPA-markkina maantieteellisesti



# Liiketoimintaprosessien automaation kilpailukenttä 2/3

Robotiikkateknologioissa UiPath on edelleen johtaja, kun tarkastellaan Gartnerin matriisia sivulla 20. BluePrism on heikentynyt edellisestä vertailusta. Digital Workforcen asiakasprojekteissa Microsoftin ratkaisut ovat myös nousseet yhä suuremmaksi osaksi. Tämä pohjautuu sekä Power Platform –automaatoratkaisuun että tekoälyagentteihin liittyviin ratkaisuihin. Neljäs johtajakerroksessa oleva on Automation Anywhere, joka ei tule vastaan Digital Workforcen kilpailutuksissa Pohjoismaissa, mutta jonkin verran UK:ssa ja enemmän USA:ssa.

Tekoälyagentit voivat olla uhka robotiikalle, ainakin joillekin sovelluskohteille. Tällä hetkellä ne eivät kuitenkaan vielä vaikuta korvaavan RPA:ta, osin koska tekoälyagenttien käyttö on vielä kalliimpaa ja ne eivät vielä sovellu kaikkeen. Digital Workforce on kuitenkin reagoinut uhkaan ja kehittää myös itse tekoälyagentteja.

## Kilpailukenttä on fragmentoitunut ja muuttunut markkinan myötä moniulotteisemmaksi

Digital Workforce ei kilpaile suurten automaatio-ohjelmistoteknologiatoimittajien kanssa, vaan hyödyntää eri ohjelmistoja palveluidensa tuottamisessa. Kilpailijoita ovat suuret konsulttitalot (CGI, Tieto ja Accenture), IT-konsulttitalot ja muut vastaavat toimeenpanoon sekä operoimiseen ja ylläpitoon keskittyvät specialistit. Yhtiöllä on kilpailuetuja edellä mainittuihin kilpailijakategorioihin verrattuna etenkin fokusoituneen tarjontansa ja sen sisällä laajojen kyvykkyyksiensä myötä. Suuret IT-konsultit ovat enemmän generalisteja ja operoivat eri liiketoimintamalleilla sekä intresseillä. Pienet ketterät kilpailijat myyvät taas pääosin asiantuntijatyötä ja lisenssejä, mutta heiltä puuttuu ylläpitokyvykyys ja elinkaaritarkjonta, josta on tullut edellä mainitun markkinamuutoksen myötä kriittistä. Pienempiä kilpailijoita ovat Roboyo ja Reveal Group (katso Forresterin

kilpailukenttä sivulla 20). IT-palveluyhtiöillä jatkuva palvelu on yleensä projektin häntä, kun taas Digital Workforcella tämä on strateginen tavoite. Näin yhtiöllä on hyvin vähän suoraa kilpailua toimittamaan koko elinkaaritarkjooma ketterästi kaikilla maantieteillä. Kilpailua on kuitenkin eri vaiheissa ja eri maantieteissä. Suomessa Digital Workforcelle merkittävässä terveydenhuollossa, migraatiohankkeissa ja jatkuvaveloitteissa palveluissa kilpailijoita ovat Tietoevry ja CGI. Isossa kuvassa arviomme mukaan konsolidaatiota tulee tapahtumaan markkinassa, kun yhtiöt haluavat laajentaa tarjoomaansa ja asiakaskuntaansa.

Suomessa Siilillä on vastaavaa robotiikkatoimintaa Skaler-yksikössä, ja Digia osti vuonna 2022 ohjelmistorobotiikka- ja automaatiopalveluita tarjoavan [MOST Digitalin](#). MOST Digitalin ratkaisussa selvänä strategisena erona on avoimen lähdekoodin soveltaminen. Lisäksi MOST Digital ja Skaler ovat selvästi Digital Workforcea pienempiä ja maantieteellisesti fokusoituneempia ohjelmistorobotiikkatarjoajia. Suomesta tulee myös pieni robotiikan asiantuntija Sisua Digital, joka tarjoaa myös jatkuvia palveluita, mutta kilpailee eri maantieteillä ja asiakaskoossa.

Näkemyksemme mukaan yksi edelleen varteenotettava vaihtoehto on kumppanoitua vahvemmin puhtaiden asiantuntijatoimittajien kanssa ja hyödyntää Digital Workforcen automaatioalustaa. Yhtiö käyttää kyseistä mallia edelleen esimerkiksi Iso-Britannian terveydenhuollon asiakkaissa, vaikka yhtiö osti nyt yhden kumppaneistaan (e18).

Tutkimusorganisaatio Forresterin muutaman vuoden vanhassa analyysissä Digital Workforce sijoittui tarjoomaltaan kärkeen ja lähes ”johtajat” luokkaan. Yhtiö sai Forresterin tutkimuksessa täydet pisteet 1) ohjelmistotarjoamasta ja omista patenteista, 2) strategian visiosta, 3) innovaatiosta, 4) hinnoittelun joustavuudesta ja läpinäkyvyydestä sekä 5) asiakasmäärästä.

## Asiakkaan hyödyt ohjelmistorobotiikasta



Digitalisaation kiihdyttäminen



Tuottavuuden ja kannattavuuden parantaminen



Työntekijöiden työajan vapauttaminen



Joustavuuden ja skaalautuvuuden tarjoaminen



Laadun ja asiakaskokemuksen parantaminen

## Markkinoiden kasvuajurit



Suurin osa organisaatioista ei ole vielä ottanut robotiikkaa käyttöön

%

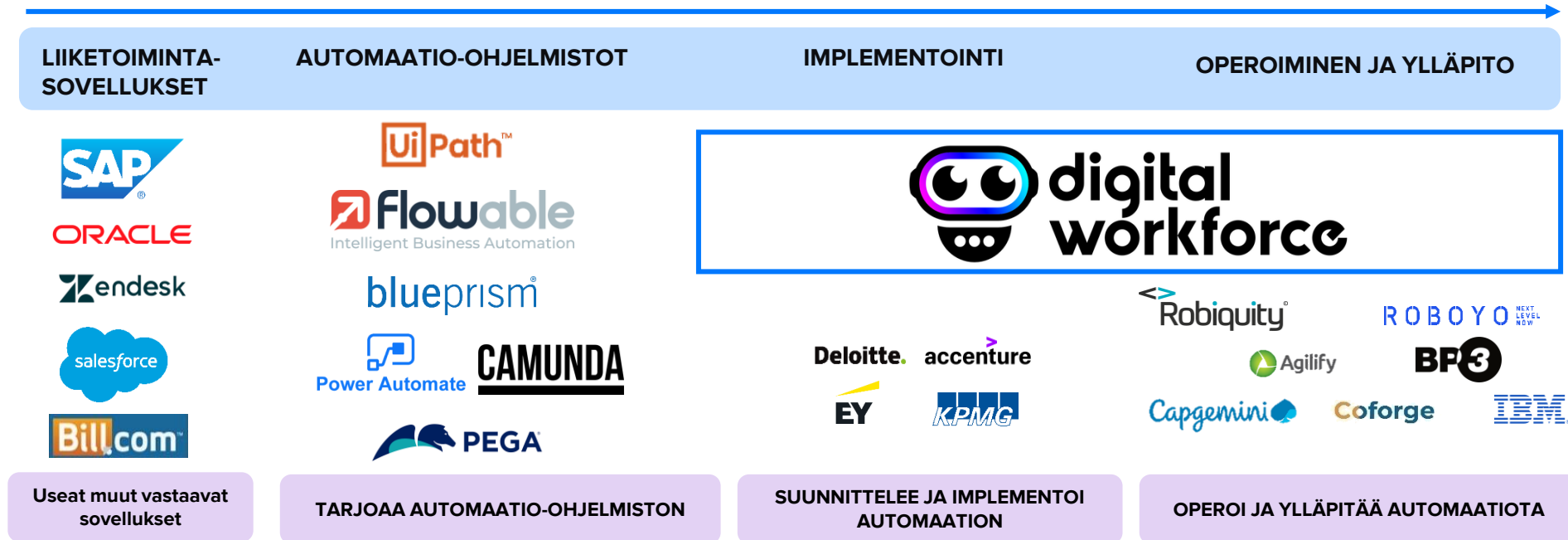
Noin 90 % ohjelmistorobotiikkaa käyttävistä yrityksistä hyödyntää vain pientä osaa automaatiopotentiaalistaan

AI

Teknologian kehitys mahdollistaa uusien ja monimutkaisempien prosessien automaation

# Ohjelmistorobottiikan kilpailukenttä

## Kilpailukenttä



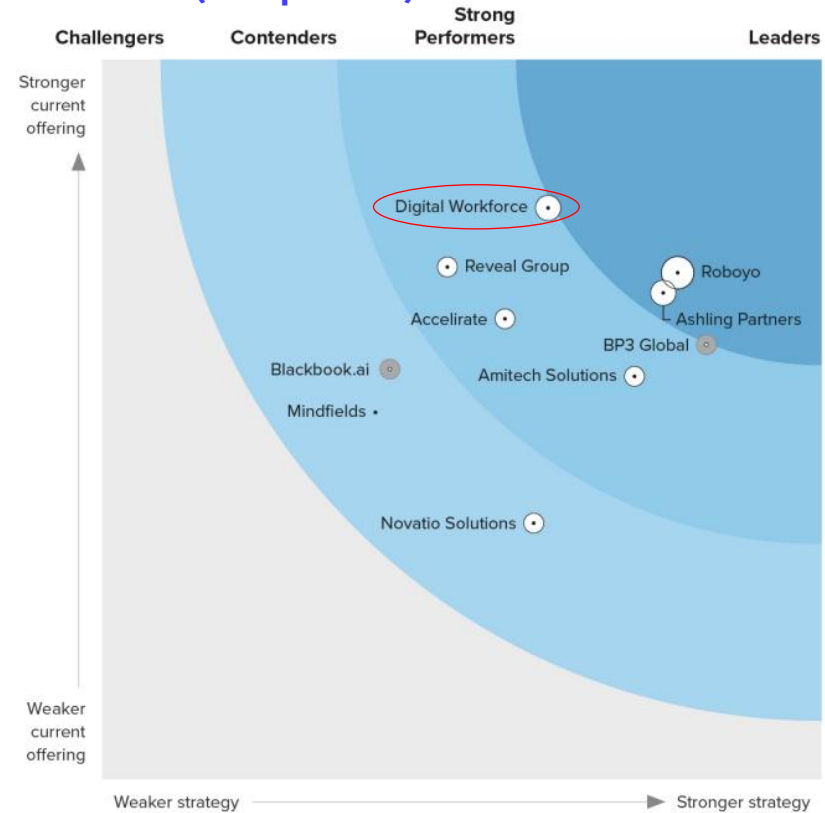
# RPA teknologioiden ja palveluiden kilpailukenttä

**Gartner: Magic Quadrant for Robotic Process Automation (RPA teknologia)**



Lähde: Gartner (tammikuu 2025)

**Forrester Wave: Robotic Process Automation Services (RPA palvelut)**



Lähde: Forrester (Q4'23)

# Liiketoimintaorkestroinnin ja -automaatioteknologioiden kilpailukenttä

## Gartner: Business Orchestration and Automation Technologies (BOAT)



Lähde: Gartner (tammikuu 2025)

- Gartner määrittelee liiketoiminnan orkestrointi- ja automaatioteknologiat (BOAT) konsolidoiduksi ohjelmistoalustaksi, joka toteuttaa yritysprosessien automaation mahdollistamalla ominaisuuksia, kuten liiketoimintaprosessien orkestroinnin, yritysliitettävyyden, matalan koodin kehityksen ja agenttipohjaisen automaation. BOAT-alusta sisältää poikkileikkauksen tietyistä ominaisuuksista eri markkinoilta, kuten liiketoimintaprosessien automaatiosta (BPA), matalan koodin sovellusalustoista (LCAP), integraatioalustasta palveluna (iPaaS), älykkästä dokumenttien käsittelystä (IDP), ohjelmistorobotiikasta (RPA), yhteistyöhön perustuvasta työnkulun hallinnasta ja dokumenttien hallinnasta. Tämä luettelo ei kuitenkaan välttämättä ole kaikenkattava.
- BOAT-alusta sopii niille, jotka etsivät konsolidoitua alustaa, joka pystyy käsittelemään toisiinsa liittyvien ominaisuuksien portfolioa erillisten työkalujen sijaan.
- Gartner arvioi, että vuoteen 2030 mennessä **70 % yrityksistä siirtyy konsolidoituun automaatioalustaan, joka orkestroi liiketoimintaprosesseja, tekoälyagentteja, botteja, API-rajapintoja ja ihmisten toimia, kun**

**nykyään vastaava luku on 5 %.**

- Digital Workforce on jo vuodesta 2022 kehittänyt vastaavaa alusta-kokonaisuutta, soveltaen kuitenkin useita eri teknologioita. Näin näemme yhtiön olevan hyvinkin kilpailukykyinen tarjoomansa osalta. Rajoite on kuitenkin rajalliset ja useita kilpailijoita pienemmät resurssit.

# Liiketoimintaprosessien automaation kilpailukenttä 3/3

Maantieteellisesti Digital Workforce on osoittanut kilpailukykyänsä Pohjoismaissa laajasti eri asiakasvertikaaleissa. Kansainvälisesti yhtiö rakentaa edelleen tunnettua ja pyrkii hyödyntämään referenssejä Suomesta ja jo kansainvälisesti toimitetuista projekteista. Näin valittujen toimialojen vahva osaaminen toimii kilpailuetuna kansainvälisesti.

Teknologiamielessä tekoälyagentit ovat uhka ja mahdollisuus, mikä tulee muuttamaan työtä jatkossa ja osin disruptoimaan sen. Digital Workforcella on kuitenkin hyvät mahdollisuudet olla tässä voittajien puolella, koska se on ottanut tämän jo aikaisessa vaiheessa osaksi tarjoamaansa. Isossa kuvassa markkina on muuttunut viime vuosina siinä määrin, että laajalla tarjoomalla (BOAT-tyyppinen) tulee olemaan parhaat kilpailuedut. Pienillä yhtiöillä tulee olemaan haastavaa pärjätä, jos ei ole vahvaa erikoisosaamista. Näkemyksemme mukaan Digital Workforce on tarjoomansa osalta hyvin asemoitunut nykymarkkinatilanteeseen, koska sillä on BOAT-tyyppinen tarjoama, soveltaa eri teknologioita ja se on erikoistunut eri asiakastoimialoihin. Haasteeksi suuria toimijoita vastaan yhtiölle voi muodostua yhtiön kuitenkin edelleen pieni kokoluokka, mikä voi rajoittaa toimitusvarmuutta ja omaa investointikykyä.

## Oma alusta keskeinen kilpailuetu

Digital Workforcen kilpailuetu perustuu koko elinkaaritajoomaan ja erityisesti omaan Outsmart-automaatioalustaan. Alusta ei ole robotiikka- tai pilviteknologiariippuvainen, vaan alustaa sovelletaan parhailla

teknologioilla ja asiakkaan tarpeiden mukaan. Monitekniologia-alusta lisää joustavuutta, pienentää teknologiariskiä sekä erottaa kilpailussa yhtä teknologiaa käyttävistä tarjoajista.

Yhtiö on myös kustannustehokas, koska suuri osa työstä tehdään Puolan near-shore -yksiköstä. Hintakilpailua esiintyy erityisesti lisenssien jälleenmyynnissä, ei niinkään ratkaisuliiketoiminnassa. Lisäksi yhtiö pystyy omalla alustallaan ja digityöntekijöillään hoitamaan ylläpitoa hyvin kustannustehokkaasti ja skaalautuvasti. Kilpailukyvyyn säilyttämiseksi yhtiön on kriittistä pysyä mukana tekoälyagenttien kehityksessä ja edelleen niiden soveltamisessa asiakkaissa.

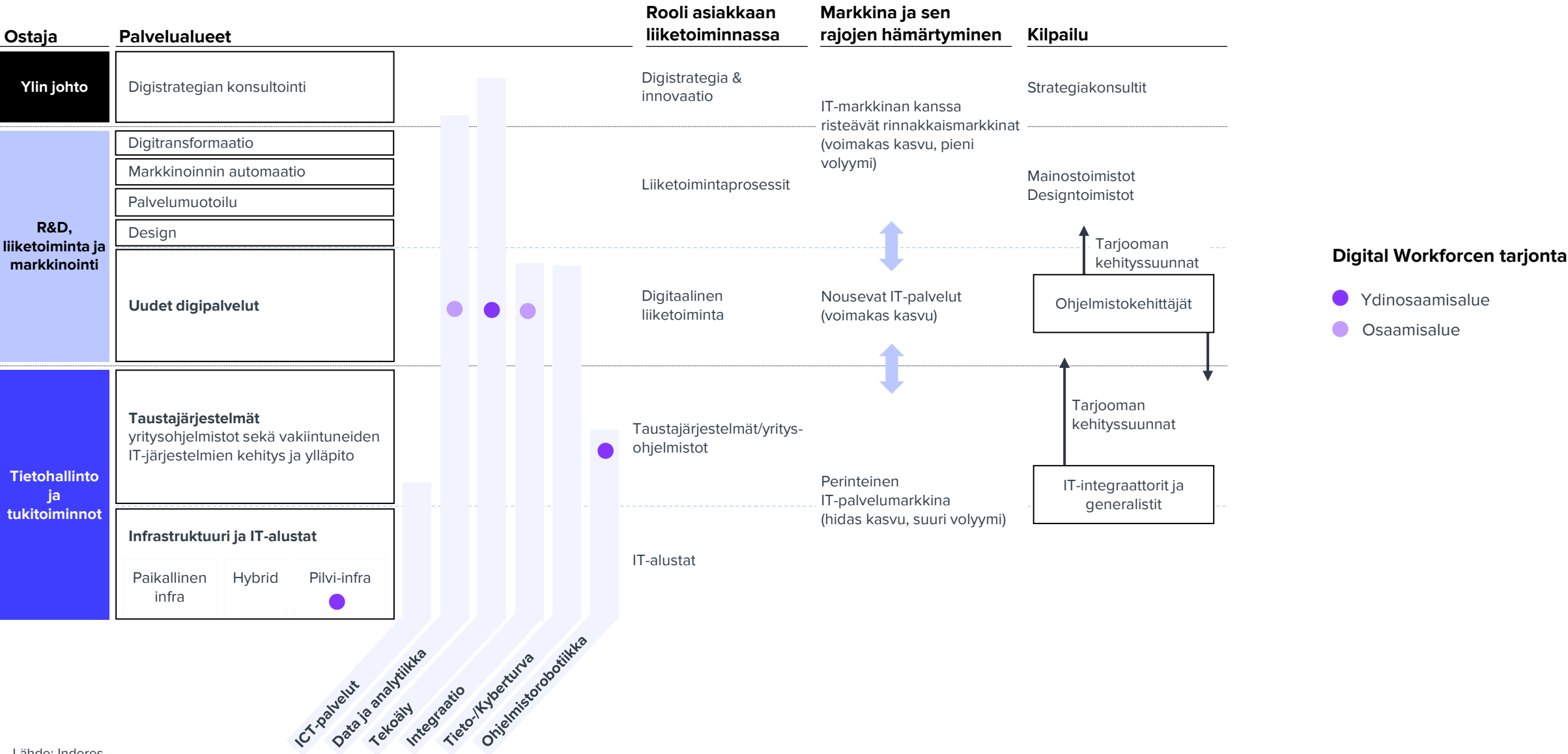
## Ohjelmistorobotiikka on osa isoa IT-palvelumarkkinaa ja sisältää samoja ajureita

Olemme raportin loppuun lisänneet myös IT-palvelusektorin markkina- sekä kilpailukenttäosion. Kyseinen osio on siinä mielessä relevantti, että Digital Workforce toimii tämän ison markkinan sisällä ohjelmistorobotiikan ja automaation alueella, jossa on pitkälti samoja ajureita ja teemoja. Samoja ajureita ovat mm. digitalisaatio ja yhtiöiden kypsyys (vaikka robotiikassa ollaankin vielä jäljessä). Lisäksi samoja teemoja on asiakaskysynnässä, teknologian kehityksessä ja sen hyödyntämisessä sekä osaajakilpailussa. Kilpailukentässä taas erona on näkemyksemme mukaan suhteellisesti pienempi kilpailu ohjelmistorobotiikassa verrattuna IT-palveluihin yleisesti. IT-palvelumarkkina ja kilpailukenttäosio on luettavissa sivuilla 43-62.

## Digital Workforcen kilpailutekijät

- + **Oma Outsmart-alusta**, kaupallistaminen vielä alkuvaiheessa
  - + Monitekniologia
  - + Pilvipalvelu
  - + Vähäinen kilpailu jatkuvissa palveluissa
- + **Vahva toimialaosaaminen**
- + Suuret hyödyt ja matalat kokonaiskustannukset asiakkaalle
- + Joustavat ja nopeat toimitusmallit ja ylläpito pilvestä
- Kova kilpailu asiantuntija- ja lisenssitoimitusmallissa
- Selvästi teknologiatoimittajia pienemmät resurssit, mikäli ne laajentuisivat Digital Workforcen alueelle
- Pieni kokoluokka haasteena mittavissa elinkaarihankkeissa, suurempia kilpailijoita vastaan
- Heikko kilpailu- ja toimituskyky Yhdysvalloissa

# IT-palvelumarkkinan jakautuminen



Lähde: Inderes

# Strategia 1/3

## Strategian ytimessä oma automaatioalusta

Digital Workforcen koko strategia on luotu oman automaatioalustan ja sen jatkuvien palveluiden ympärille. Yhtiö haluaa kasvattaa erityisesti jatkuvaveroitettuja palveluitaan. Markkinatilanteen heikennyttyä ja omien kilpailuetujen selkiytyttyä yhtiö päivitti huhtikuussa 2022 strategiaansa vuosille 2022-2026. Yhtiön strategiassa korostuu liiketoimintamallin muutos asiantuntijapainotteisista palveluista alustapohjaiseen malliin. Yhtiö toi vuoden 2022 lopulla palvelutarjontansa ytimeen itsepalveluun perustuvan Digital Workforce Outsmart -alustan, johon yhtiö on rakentanut merkittäviä lisävyökyä prosessien automatisoimiseksi. Tällä hetkellä keskeisin strateginen tuotekehityshanke on tekoälyagentit.

Automaatioalustan oli aluksi tarkoitus olla asiakkaan itsepalveluna haltuun otettavissa. Yhtiö huomasi kuitenkin nopeasti, että siihen vaaditaan edelleen yhtiön omien asiantuntijoiden apua käyttöönotossa. Näin nykyinen toimitusmalli rakentuu edelleen asiantuntijoiden käyttöönottoprojektista jatkuvaveroitettuihin omaan Outsmart-alustaan. Outsmart-alusta soveltuu kuitenkin kaiken kokoisille yhtiöille automaation laajuudesta riippuen. Yhtiö tavoittelee asiakaskentässä kuitenkin puhtaasti vain suuria asiakkaita.

Vuoden 2023 kesällä yhtiö otti strategisesti vahvemman fokuksen valituilla asiakastoimialoilla. Yhtiö tavoittelee pääosin terveydenhuollon asiakkaita sekä pankki- ja vakuutusalan asiakkaita. Yhtiöllä on maakohtaisesti myös muita toimialavahvuuksia, mutta kansainvälisesti se ajaa kahta edellä mainittua, joissa on havaittu kilpailuetua.

Digital Workforce Yhtiön hallitus on vahvistanut

loppuvuonna 2024 strategian toteutuksen painopistealueet tähtäimenään kiihdyttää yhtiön kannattavaa kasvua strategiajakson loppupuolella.

Digital Workforcen strategian kulmakivet strategiajakson loppupuolella ovat:

1) **Laajentaa jatkuvaa palveluliiketoimintaa ja Outsmart-automaatioalustaa tekoälyagenteilla** (Enterprise AI Agents) luomalla ainutlaatuista, mitattavaa asiakasarvoa tietotyön automatisointiin. Näkemyksemme mukaan tässä on kriittistä onnistua, jotta yhtiö pystyy säilyttämään kilpailukykyä nopeasti muuttuvassa markkinassa.

2. Maksimoida asiakashyödyt tuotteistetusta palvelutarjoomasta. **Tehostaa jatkuvien palveluiden skaalautuvuutta** ja automaation käyttöönoton tuottavuutta **tekoälyn avulla**. Mahdollistaa asiakkaille laajamittaisemmat automaatiot aikaisempaa nopeammin. Käytännössä tämä tarkoittaa ymmärryksemme mukaan strategian **toimivaa** täytäntöönpanoa, jolla saavutetaan skaalautuvuus.

3. **Markkinajohtajuus sosiaali- ja terveydenhuollon hoitopolkujen ratkaisussa**: Keskittymällä hoito- ja asiakaspolkujen tuotteistettuihin automaatiotratkaisuihin. Tässä yhtiö on ymmärryksemme mukaan onnistunut hyvin Suomessa, ja alueella on edelleen paljon tekemistä, pidemmän aikaa. Kyseinen asiakasvertikaali omaa ymmärryksemme mukaan myös maantieteellisesti suurimman kasvupotentiaalin.

4. **Kasvun vauhdittaminen yrityskaupoilla**: Yhtiö etsii aktiivisesti strategian kulmakiviä ja kannattavaa kasvua tukevia yritysostokohteita. Markkina konsolidoituu, ja yhtiö on itse myös mahdollinen ostokohde.



## Strategian kulmakivet:



Laajentaa jatkuvaa palveluliiketoimintaa ja Outsmart-automaatioalustaa tekoälyagenteilla



Tehostaa jatkuvien palveluiden skaalautuvuutta



Markkinajohtajuus sosiaali- ja terveydenhuollon hoitopolkujen ratkaisussa



Yritysostot

## Digital Workforcen kasvuajurit:

- Maantieteellinen kasvu erityisesti Iso-Britanniassa ja Irlannissa (uusasiakashankinta), myöhemmin mahdollisesti vahvemmin USA:ssa
- Pohjoismaissa kasvua nykyisissä asiakkaissa
- Asiakaskoon kasvu mahdollistaa paremman kasvun ja skaalautuvuuden
- Digital Workforcen markkina-alueilla on vain rajattu määrä asiantuntijoita, Digital Workforcen oma Outsmart-alusta ratkoo pullonkaulan ja skaalautuu
- Yritysostot

# Strategia 2/3

Maantieteellisesti näkemyksemme mukaan strategian selvästi kriittisin osa on onnistua Ison-Britannian markkinalla. Siihen tulisi e18-yritystoston myötä tulleen osaamisen myötä olla hyvät mahdollisuudet. Onnistuessaan laajentumisessa se vahvistaisi taas selkeästi kasvupotentiaalia ja strategian kasvun tavoitetaso olisi taas realistinen. Pohjoismaissa, ja erityisesti Suomessa yhtiö on jo osoittanut tarjooman kilpailukyvyyn ja asiakasvertikaalien osaamisen.

Strategiassa on tapahtunut useita pienempiä käänteitä viimeisen kolmen neljän vuoden aikana. Yhtiön strategian tarkennukset ovat mielestämme nyt olleet luonnollisia, koska yhtiö fokusoituu vahvemmin alueisiin, joissa se on huomannut kilpailuetua. Samalla tärkeää on, että yhtiö on myös pystynyt luopumaan ei-strategisista toiminnoista tai maantieteistä. Erityisesti fokus terveydenhuollon asiakkaisiin sekä pankki- ja vakuutussektoriin vaikuttaa luonnolliselta valinnalta vahvan osaamisen myötä. Lisäksi tiukempi fokus on hyvä, koska yhtiöllä on kuitenkin vielä pienenä yhtiönä suhteellisen rajalliset resurssit kilpailla suurilla markkinoilla kaikilla toimialoilla.

Nykyisellä tiukemmalla fokuksella arvioimme yhtiöllä olevan paremmat mahdollisuudet onnistua strategiassaan. Yhtiön

tekninen tarjooma vaikuttaa olevan hyvinkin kilpailukykyinen ja toimialaosaaminen hyvää, kuten Forresterin tutkimus ja näytöt Pohjoismaissa ovat osoittaneet.

## Kasvutavoitetta otettu selvästi alas, mutta se on edelleen kunnianhimoinen

Digital Workforce on pariin otteeseen laskenut tavoitteitaan 2020-luvulla, mikä on osin ymmärrettävää, sillä markkina on muuttunut samana aikana ja myös yhtiön kasvu on jäänyt selvästi alkuperäisistä tavoitteista. Tavoite on nyt 50 MEUR:n liikevaihto vuoden 2026 loppuun mennessä (listautumisessa tavoite oli 100 MEUR vuonna 2026 ja vuoden 2022 lopulla 50 MEUR 2025 mennessä). Tavoite on edelleen pilkottu 40 MEUR:oon orgaanisesti ja 10 MEUR yritysostojen kautta. Orgaaninen kasvutavoite on kunnianhimoisen ja näkemyksemme mukaan lähes mahdoton. Epäorgaanisen kasvun osalta yhtiö tarvitsisi vielä noin 5 MEUR:n kokoluokan ostokohteen. Yhtiön on näkemyksemme mukaan edelleen osoitettava orgaanisen kasvun kiihtyminen kohti tavoitetasoja, jotta sijoitustarinassa ja kilpailukyvyssä säilyisi uskottavuus. Maantieteellisesti se vaatii Suomen sekä Iso-Britannian kasvun selvää kiihtymistä.

Strategisesti tärkeiden jatkuvien palveluiden osalta yhtiö tavoittelee yli 70 %:n osuutta liikevaihdosta strategijakson aikana. Ennustamme yhtiön jäävän 69 %:iin vuonna 2026.

## Kannattavuustavoite kuvaa edelleen kasvuvaihetta

Kannattavuuden osalta yhtiön tavoite on yli 15 %:n oikaistu käyttökate-% vuoden 2026 loppuun mennessä (aik. 10 % ja 2025 mennessä). Vaikka kannattavuustavoitetta siirrettiin vuodelle eteenpäin, sitä korotettiin, ja se on listautumisessa kerrottua tavoitetasoa korkeampi. Aikaisemmin yhtiö tavoitteli pidemmällä aikavälillä yli 20 %:n oikaistua käyttökate-%, mitä pidämme haasteellisena, vaikka strategia etenisi tavoitellusti. Tämä johtuu siitä, että asiantuntijaliiketoiminnan pitäisi arviomme mukaan parhaimmillaan päästä lähemmäs 10 %:n käyttökate-% ja jatkuvien palveluiden reiluun 20 %:n käyttökate-%:iin. Jatkuvaveloitteisten palveluiden osuuden kasvaessa paranee konsernin kannattavuusrakenne ja tavoitetasot paremmin saavutettavissa. Yhtiön fokus oli muutaman vuoden kannattavuudessa, mutta nyt painopiste on kuitenkin siirtynyt aavistuksen enemmän takaisin kohti kasvua. Näin odotamme yhtiön jäävän ensi vuonna hieman kannattavuustavoitteestaan (2026e EBITDA-% 8 %)

Digital Workforcen taloudelliset tavoitteet strategiakaudelle 2023-2026

|                                        | 2021             | 2022                          | 2023                          | 2024                          | 2025e                         | 2026 tavoite                                  |
|----------------------------------------|------------------|-------------------------------|-------------------------------|-------------------------------|-------------------------------|-----------------------------------------------|
| Liikevaihto                            | 22 MEUR<br>+17 % |                               |                               |                               |                               | 50 MEUR (orgaanisesti 40 + 10 yritysostoista) |
| EBITDA-%*                              | -4 %             |                               |                               |                               |                               | Yli + 15 %                                    |
| Kasvun rahoitus                        | Kassavirta       | Listautumisessa kerätyt varat | Listautumisessa kerätyt varat | Listautumisessa kerätyt varat | Listautumisessa kerätyt varat | Kassavirta                                    |
| Jatkuvaveloitteisen liikevaihdon osuus | 52 %             | 59 %                          | 61 %                          | 63 %                          | 67 %                          | Yli 70 %                                      |

Lähde: Digital Workforce ja Inderes

# Strategia 3/3

Digital Workforcella on vuoden 2025 alusta ollut tavoitteena jakaa osinkoa vähintään 30 % tilikauden tuloksesta. Tämä indikoi yhtiön luottavan kasvun ja kannattavuuden paranemiseen, eikä tarvitsevan kaikkia pääomia investointeihin.

## Listautumisannin kassa yritystosiin

Yhtiö toteutti listautumisen yhteydessä osakeannin kasvustrategian toteuttamiseen, jossa yhtiö keräsi reilun 20 MEUR:n nettovarot pääosin organisiin panostuksiin. Niistä on nyt organisten investointien ja yritystosien jälkeen jäljellä noin 6 MEUR. Investointien tarpeen painopiste on viime vuosina muuttunut organisisista investoinneista epäorganisiin, ainakin lyhyellä aikavälillä. Organisesti yhtiö rekrytoi tällä hetkellä kohdennetusti vain suoraan tarpeeseen, mikä on muutos aikaisemmasta kasvuvaiheesta ja etupainotteisista rekrytoinneista. Markkinatilanteen parantuessa ja yhtiön havaitessa OutSmart-alustan tai kasvumarkkinoiden vahvempaa kysyntää yhtiöllä on kuitenkin mahdollisuus alkaa nopeastikin kiihdyttämään myös organisia panostuksia. Kassan lisäksi yhtiöllä on luonnollisesti velkarahaoptio myös käytettävissä, jota voisi olla käytettävissä arviomme mukaan ~10 MEUR, mikäli kannattavuus paranisi lähemmäs tavoitetasoa (15 %:n EBITDA).

Investointien alueellinen ja suhteellinen jakauma on kuitenkin ennallaan. Yhtiön panostukset ovat edelleen ensisijaisesti terveydenhuollon kasvun kiihdyttämiseksi. Kyseisiin investointeihin on varattu noin 70 % investoinneista. Uusien teknologioiden ja tekoälyagenttien liittämiseen omaan alustansa yhtiö on varannut noin 30 % panostettavasta. Outsmart-alustan kilpailukyvyyn jatkuva kehittäminen on kriittistä kasvun jatkumisen ja kiihtymisen kannalta. Näin yhtiö vaikuttaa panostavan hyvin vahvasti juuri terveydenhuollon asiakasvertikaaliin.

## Yritysjärjestelyt

Digital Workforce tavoittelee kasvua pitkällä aikavälillä edelleen pääosin organisesti, mutta sen vaatima investointitarve on nyt matalampi. Tämän myötä epäorganiseen kasvuun riittää paremmin kassaa ja halukkuus yritystosiin on myös noussut. Yhtiö toteutti Irlannissa pienen yritystoson vuonna 2022, mikä oli strategisesti looginen, mutta ei aivan mennyt toivotulla tavalla, kun johtoa jouduttiin muokkaamaan. Vuoden 2025 syksyllä yhtiö vahvisti terveydenhuollon osaamista Isossa-Britanniassa e18-yritystosolla. Yhtiö on myös itse potentiaalinen ostokohde.

Yhtiö tavoittelee yritystosojen pääosin kasvumarkkinoilta tai vahvistaakseen kasvua valituilla toimialoilla. Ostokohteen tulisi myös hallita joitain Digital Workforcen käyttämistä keskeisistä teknologioista. Ihanteellinen kohde olisi kokoluokaltaan noin 50 työntekijää, mitä kokoluokkaa myös strategian tavoite odottaa ennen ensi vuoden loppua.

Potentiaaliset yritystosot integroidaan ymmärryksemme mukaan Digital Workforcen alustaan ja globaaliin toimitukseen. Myyntitoiminnot säilyisivät kuitenkin paikallisesti, koska tämä asiakastuntemus on usein kriittistä. Pääasialliset synergiat tulisi siis jatkuvaveloitteisten palveluiden ristiinmyynnistä ja toimituskapasiteetin skaalautuvuuden hyödyntämisestä.

Riskinä yritysjärjestelyissä näemme ostokohteiden korkeat arvostustasot, kulttuurien integroinnin, yrittäjävetoisten kohteiden avainhenkilöriskit ja yhteisten insentiivien löytämisen. Kansainväliset yritystosot lisäävät luonnollisesti riskitasoa. Yhtiöllä on vielä suhteellisen vähän kokemusta yritysjärjestelyistä, mutta johtohenkilöstöllä ja hallituksella on ymmärryksemme mukaan mittavaa kokemusta yritystosista ja niiden integraatiosta, mikä laskee tähän liittyvää riskitasoa. Lisäksi avainhenkilöt sitoutetaan kasvuun sidotuilla lisäkauppahinnoilla.



## Digital Workforcen yrityskaupat

| Vuosi | Yritystosot | Liikevaihto (MEUR) | Kauppahinta                  | Maantiede |
|-------|-------------|--------------------|------------------------------|-----------|
| 2022  | eclair      |                    | 1,2                          | Irlanti   |
| 2025  | e18         | 4,9                | 5,8 + 7,3<br>lisäkauppahinta | UK        |

## Investointikohteet

- ~70 % Terveydenhuollon kasvun kiihdyttämiseksi
- ~30 % Uusien teknologioiden/tekoälyagenttien käyttöönottoon omassa alustassa palvelutarjooman kehittämiseksi

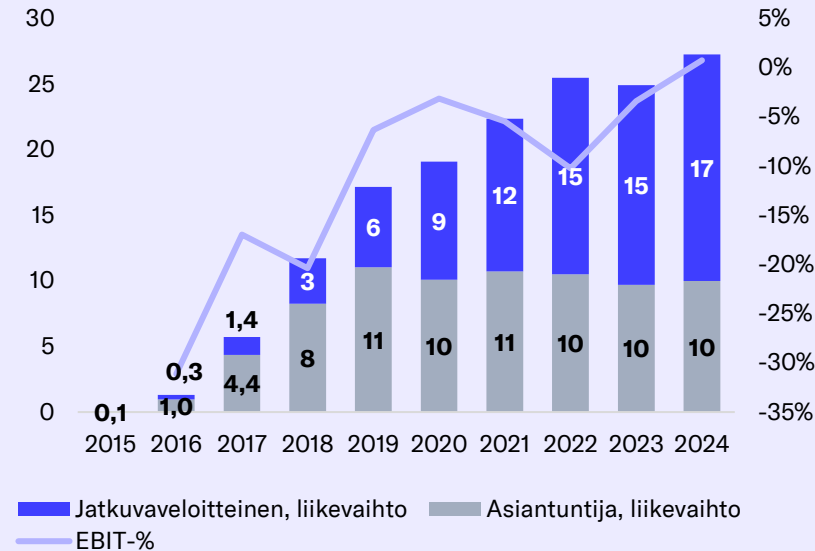
# Taloudellinen tilanne 1/2

## Vahvaa kasvua historiassa, josta 2022 siirryttiin painottamaan kannattavuutta

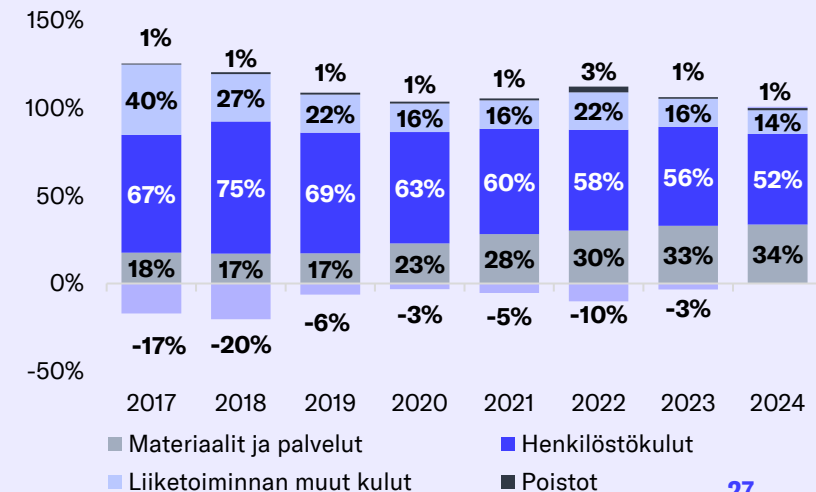
- Digital Workforcen liikevaihdon vuosikasvu (CAGR) oli 77 % ja kannattavuus keskimäärin (EBIT-%) -14 % vuosina 2016-2021. Fokuksen muututtua kasvusta kannattavuuteen vastaavat kasvuluvut vuosina 2022-24 olivat +14 %, -2 % ja +9 %.
- Strategian keskiössä olevat jatkuvaveloitteiset palvelut ovat käytännössä vetäneet kasvua vuodesta 2018 eteenpäin kasvaen keskimäärin ~31 % vuodessa, kun taas asiantuntijapalvelut ovat kasvaneet 3 % v/v. Samalla niiden osuus liikevaihdosta on noussut yli 60 %:iin vuonna 2024 (2018: 30 %).
- Kasvumarkkinat Iso-Britannia, Irlanti ja USA muodostavat yritystoston jälkeen ~25 % liikevaihdosta vuoden 2025 lopulla. Kyseiset markkinat ovat kasvaneet vahvasti viime vuosina, vaikka kasvu hidastui vajaaseen ~30 %:iin vuosina 2023-24. Suurimman markkinan (48 % liikevaihdosta), eli Suomen markkinan liikevaihto kasvoi reilu 20 % vuonna 2024, mikä kuvastaa terveydenhuollon vahvaa kysyntää.
- Kypsässä vaiheessa asiantuntijapalveluiden kannattavuusprofiili on arviomme mukaan matalaa IT-palvelukannattavuustasoa (EBITDA ~5 %) ja jatkuvaveloitteiset palvelut noin 20 %:n tasoa.
- Kokonaisuutena vuoden 2024 kehitys oli IT-palvelumarkkinaa verrattuna hyvää, mutta omia tavoitteita heikompaa, kun liikevaihto kasvoi 9 % ja oikaistu EBIT-% parani 3 %:iin (2023: 0 %). Lisäksi yhtiö solmi useita sopimuksia vuonna 2024. Q1-Q3'25 aikana kehitys on kuitenkin hidastunut, kun liikevaihto on laskenut 1 %:n ja kannattavuus heikentynyt hienoisesti.

- Digital Workforcen kustannusrakenteen suurimmat erät ovat henkilöstökulut ja materiaalit ja palvelut (2024: 52 % & 34 % liikevaihdosta). Henkilöstökulut liittyvät pääosin asiantuntijapalveluihin sekä materiaalit ja palvelut lähes kokonaan jatkuvaveloitteisiin palveluihin ja niiden lisenssimaksuihin, mutta osin myös alihankintaan vuodesta 2023 alkaen. Jatkuvaveloitteisten palveluiden suhteellinen kasvu heijastuu näin vahvasti suoraan materiaali- ja palvelukuluihin, kun taas henkilöstökulut laskevat suhteellisesti.
- Työntekijöiden laskutusasteet ovat ymmärryksemme mukaan hyvällä tasolla, eikä niissä ole suuremmin potentiaalia, kun yhtiö on saanut tehostettua omia prosessejaan joissain maissa ja haluaa rekrytoida toisiin.
- Jatkuvien palveluiden kautta kustannusrakenteessa on skaalautumisvaraa.
- Kustannusrakenne joustaa hieman alihankinnan myötä, muuten kulupohjaa on tehostettu vuosina 2023-24.
- Yhtiö on vuosina 2023-24 panostanut enemmän kannattavuuteen, mutta on nyt hieman siirtämässä painopistettä takaisin kasvuun. Operatiiviset investoinnit toteutetaan ymmärryksemme mukaan pääosin tuloslaskelman kautta ja aktivointitarve on hyvin matala.

### Liikevaihto ja EBIT-%



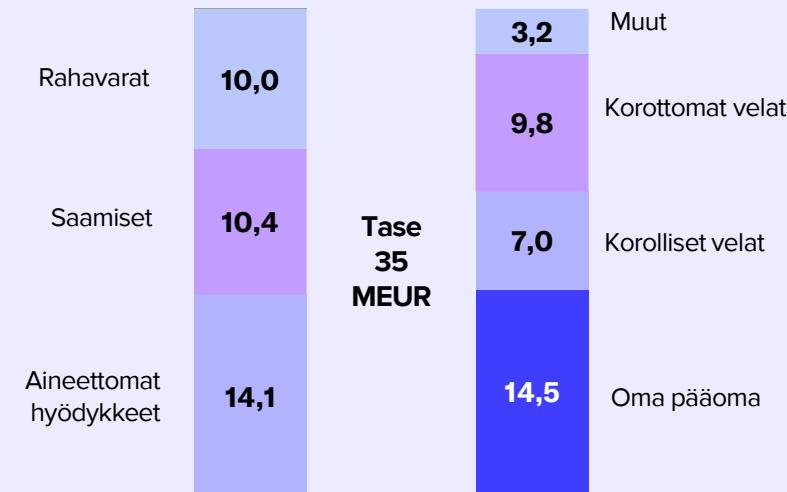
### Kulut-% liikevaihdosta



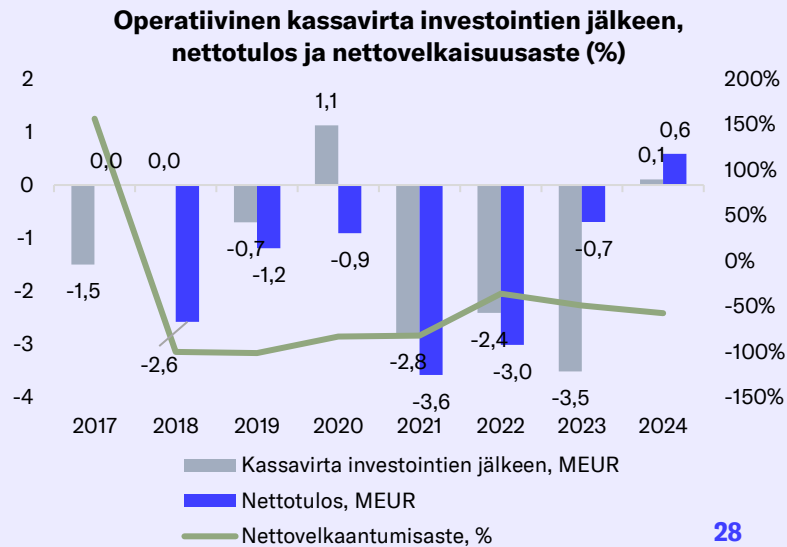
# Taloudellinen tilanne 2/2

## Listautumisessa kerätyt varat on laitettu osin töihin

- Digital Workforcen tase on hyvin kevyt ja listautumisessa kerättyjen varojen myötä, yritystason jälkeenkin, edelleen vahva. Käytämme tässä vuoden 2025 lopun ennustettamme, sillä se huomioi e18-yritystason arvioimamme vaikutuksen.
- Rahavarat ovat arviomme mukaan 10 MEUR vuoden 2025 lopussa (2024 13 MEUR) ja korolliset lainat 7 MEUR. Näin nettokassa on 3 MEUR ja antaa edelleen hyvin liikkumavaraa organisaation investoinneille ja yritystoimintaan.
- Aineettomat hyödykkeet perustuvat pääosin yritystoimintaan ja pieneltä osin aktivoituihin T&K- kuluihin.
- Yhtiö operoi negatiivisella käyttöpääomalla, kun lisenssit maksetaan usein 12 kuukauden osalta kauden alkaessa. Tämä tarkoittaa, ettei normaali organisaation kasvu sido pääomia. Yhtiö investoi edelleen kasvuun, vaikka selvästi aikaisempaa maltillisemmin, minkä myötä kannattavuus on parempi, eikä syö kassaa ja omaa pääomaa samalla tavalla kuin aikaisemmin.
- Mahdolliset yritystosit sitovat pääomia ja luovat liikearvoa. Digital Workforce on FAS-kirjanpidossa, jonka takia yhtiö poistaa taseeseen syntynyttä liikearvoa.



- Yhtiö toteutti vuonna 2016 rahoituskierron kasvuinvestointien toteuttamiseksi ja listautui vuonna 2021. Historiassa yhtiö on käyttänyt kerättyjä varoja pääosin oman automaatioalustan kehittämiseen sekä uusien markkinoiden toimintojen rakentamiseen. Nyt lyhyellä aikavälillä suurimmat organisaation investoinnit tulisi kuitenkin olla jo takanapäin.
- Kassavirta kääntyi vuonna 2024 hienoisesti positiiviseksi ja sen tulisi parantua myös jatkossa. Näin kassavirta alkaa asteittain enemmän vahvistaa tasetta.
- Nykyiset varat riittävät yhtiön strategian toteutukseen organisaation osalta ja varoja riittää myös yritystoimintaan. Lisäksi kun kannattavuus kääntyi positiiviseksi, avautuvat mahdollisuudet pankkirahoitukseenkin myös paremmin, mikä tuo lisää liikkumavaraa yritystoimintaan.



# Historiallinen kehitys

| Lyhennetty tuloslaskelma    | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022  | 2023 | 2024 |
|-----------------------------|------|------|------|------|------|-------|------|------|
| Liikevaihto                 | 5,7  | 11,7 | 17,2 | 19,1 | 22,4 | 25,5  | 24,9 | 27,3 |
| Käyttökate (EBITDA)         | -0,9 | -2,3 | -0,9 | -0,4 | -1,0 | -1,7  | -0,6 | 0,6  |
| Oikaistu liikevoitto (EBIT) | -1,0 | -2,4 | -1,1 | -0,6 | -0,8 | -1,3  | 0,0  | 0,8  |
| Liikevoitto (EBIT)          | -1,0 | -2,4 | -1,1 | -0,6 | -1,2 | -2,6  | -0,8 | 0,3  |
| Tulos ennen veroja          | -1,0 | -2,5 | -1,1 | -0,8 | -3,5 | -3,0  | -0,7 | 0,6  |
| Nettotulos                  | -1,0 | -2,6 | -1,2 | -0,9 | -3,6 | -3,0  | -0,7 | 0,6  |
| Osakekohtainen tulos        | -2,3 | -5,2 | -2,4 | -1,8 | -0,3 | -0,15 | 0,01 | 0,09 |
| Vapaa kassavirta            | -1,5 | -2,4 | -0,7 | 1,1  | -2,8 | -2,4  | -3,5 | 0,1  |

| Avainluvut            | 2017    | 2018    | 2019   | 2020   | 2021   | 2022    | 2023   | 2024  |
|-----------------------|---------|---------|--------|--------|--------|---------|--------|-------|
| Liikevaihdon kasvu-%  | 347,2 % | 104,2 % | 46,3 % | 11,3 % | 17,1 % | 13,9 %  | -2,2 % | 9,4 % |
| Käyttökate-%          | -16,3 % | -19,2 % | -5,2 % | -2,1 % | -4,3 % | -6,7 %  | -2,6 % | 2,3 % |
| Oik. liikevoitto-%    | -17,0 % | -20,4 % | -6,3 % | -3,1 % | -3,8 % | -5,0 %  | -0,2 % | 2,9 % |
| Liikevoitto-%         | -17,0 % | -20,4 % | -6,3 % | -3,1 % | -5,5 % | -10,2 % | -3,4 % | 1,0 % |
| ROE-%                 | -141 %  | -181 %  | -146 % | 455 %  | -40 %  | -18 %   | -5 %   | 4 %   |
| ROI-%                 | -55 %   | -68 %   | -38 %  | -34 %  | -12 %  | -14 %   | -5 %   | 3 %   |
| Omavaraisuusaste      | 20 %    | 20 %    | 3 %    | -6 %   | 69 %   | 55 %    | 71 %   | 61 %  |
| Nettovelkaantumisaste | -60 %   | -60 %   | -34 %  | 156 %  | -100 % | -101 %  | -83 %  | -82 % |

| Osakelukuja        | 2017  | 2018  | 2019  | 2020  | 2021  | 2022  | 2023  | 2024 |
|--------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|------|
| EPS (oikaistu)     | -2,27 | -5,19 | -2,40 | -1,82 | -0,25 | -0,15 | 0,01  | 0,09 |
| Kassavirta / osake | -3,49 | -4,92 | -1,41 | 2,26  | -0,49 | -0,22 | -0,31 | 0,01 |
| Osinko / osake     | 0,00  | 0,00  | 0,00  | 0,00  | 0,00  | 0,00  | 0,00  | 0,09 |
| Omapääoma / osake  | 3,22  | 2,87  | 0,43  | -1,22 | 3,18  | 1,38  | 1,31  | 1,32 |

Lähde: Inderes

# Ennusteet 1/3

## Ennustemalli

Sijoitustarinan kannalta keskeinen jatkuvaveloitteisen liikevaihdon kasvu on ennustemallimme tärkein rivi. Asiantuntijaliikevaihto on kuitenkin myös tärkeä erä, koska se toimii osin syöttöfunktiona jatkuvaveloitteiseen liikevaihtoon. Asiantuntijaliikevaihdon kertyminen on hyvin riippuvainen henkilöstömäärän kehityksestä ja laskutusasteiden muutoksista. Jatkuvaveloitteisten palveluiden liikevaihtoa tukee asiantuntijapalveluiden kehitys. Korrelaatio kyseisten liiketoimintojen välillä on kuitenkin suhteellisen heikko, mikä johtuu siitä, että jatkuvaveloitteisten palveluiden asiakkaat skaalaavat digityöntekijöitä ylöspäin.

Henkilöstökuluja ajavat henkilöstömäärän kehityksen lisäksi palkkainflaatio ja kasvumarkkinoiden kalliimmat rekrytoinnit. Mallinamme suoria ja kiinteitä henkilöstökuluja erikseen. Materiaali- ja palvelukustannukset nousevat jatkuvaveloitteisten palveluiden kasvun myötä, mutta näiden lisenssikulujen skaalautuvan selvästi kypsässä vaiheessa.

Yhtiön ollessa FAS-kirjanpidossa kolmansien osapuolten lisenssit kirjataan liikevaihdoksi, mutta IFRS-kirjanpidossa tästä kirjattaisiin pelkästään kate. Kirjanpitotekninen asia on hyvä pitää mielessä, erityisesti kun lisenssien osuus on suhteellisen suuri (2025e ~30 % jatkuvaveloitteisesta liikevaihdosta ja ~20 % konsernin liikevaihdosta). FAS-kirjanpidosta johtuen yhtiö poistaa liikearvoa taseesta. Oikaisemme liikearvopoistot tuloksesta, koska ne eivät ole kassavirtavaikutteisia.

## Vuosi 2025 on operatiivisesti pettymys ja vuonna 2026 odotamme kehityksen paranevan

Digital Workforce arvioi liikevaihdon ja oikaistun käyttökatteen kasvavan vuonna 2025. Vuodesta 2025 on enää viimeinen neljännes jäljellä, jota vauhdittaa konsolidoitu

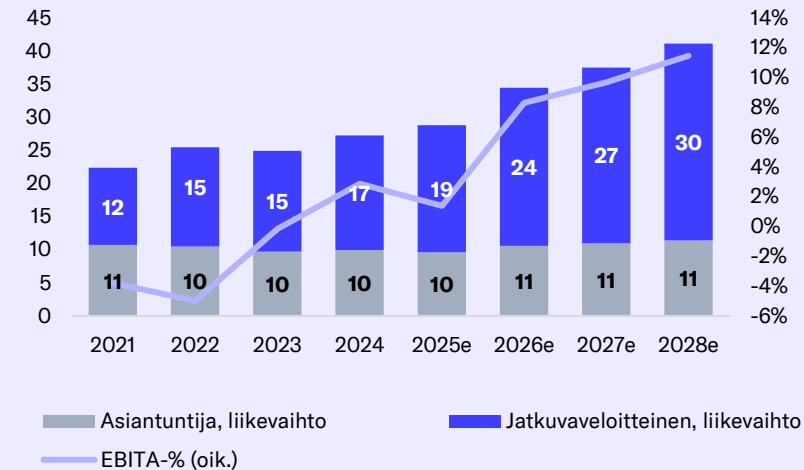
e18-yritysosto. Odotamme koko vuoden liikevaihdon kasvaneen 6 % 29 MEUR:oon yritysoston vetämänä. Lisäksi odotamme oikaistun liikevoiton paranevan hieman ja olevan 4 %. Näin yhtiö olisi ilman yritysostoa aivan ohjeistuksen alalaidassa. Kokonaisuutena vuotta 2025 voidaan operatiivisesti pitää pettymyksenä, sillä orgaaninen kehitys on ollut vaisua, mikä on samalla rajoittanut kannattavuutta.

Vuonna 2026 odotamme liikevaihdon kasvavan 20 % 34,5 MEUR:oon e18-yritysoston ajamana. Orgaanisesti ennustamme liikevaihdon kasvavan 7 %. Näin odotamme orgaanisen kasvun kiihtyvän ensi vuonna yleisen epävarmuuden hellittäessä, mikä tukee asiakaskysyntää. Yhtiö jää kuitenkin vuonna 2026 ennusteissamme selvästi alle strategiakauden tavoitteiden (50 MEUR liikevaihto).

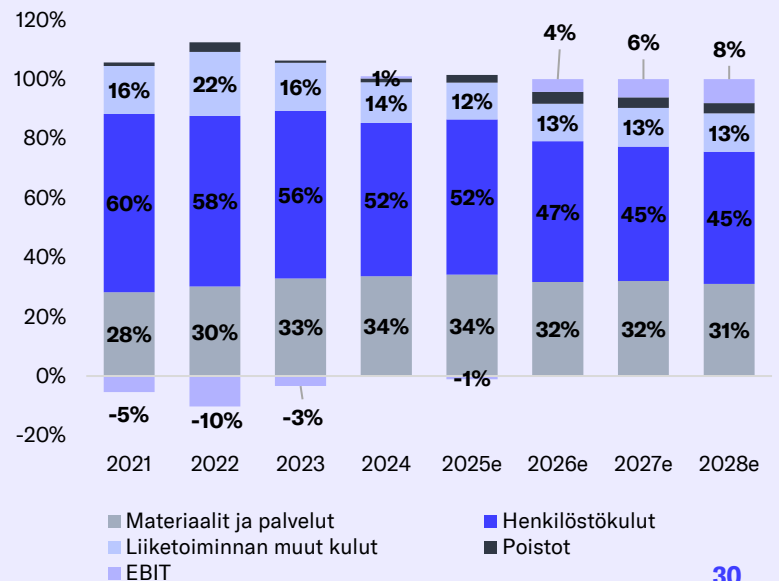
Yhtiö kertoi viime viikolla e18:ta liikevaihtojakaumasta tarkemmin. Suurin osa tämän liikevaihdosta on jatkuvaveloitteista liikevaihtoa, vastoin aikaisempaa 50/50 ymmärrystämme. Näin muutimme ennusteita liikevaihtojakauman osalta. Siten liiketoiminnoittain odotamme Jatkuvaveloitteisten palveluiden vetävän kasvua, mikä perustuu pääosin e18-yritysostoon. Yhtiön jatkuvaveloitteisten palveluiden tavoite on yli 70 %:n osuus vuoden 2026 loppuun mennessä, ja ennusteemme on 69 %. Asiantuntijapalveluiden kasvua vetävät Suomen terveydenhuollon migraatiohankkeet.

Maantieteellisesti kasvumarkkinat alkavat jo olla merkittävä osa kokonaisuutta. Siten vahvan kasvun jatkuminen alkaa asteittain näkyä paremmin myös konsernin luvuissa. Maantieteellisesti odotamme Ison-Britannian ja Suomen terveydenhuollon vetävän kasvua, mitä pystymme raportoinnista johtuen kuitenkin valitettavasti seuraamaan vain vuositasolla. Lisäksi yhtiön tavoitteleva suurempi asiakaskoko ja asiakkaissa kasvaminen tukevat kasvua.

Liikevaihto ja EBITA-%



Kulut-% liikevaihdosta



# Ennusteet 2/3

Odotamme myyntikate-%:n paranevan 40 %:iin heikohkosta vuoden 2025e 35 %:n vertailukaudesta (Q1:stä johtuen). Kannattavuuden parannusta ajavat skaalautuvien jatkuvaveloitteisten palveluiden kasvu, Azure-pilvipalveluiden keskittäminen sekä paremmat laskutusasteet. Muut operatiiviset kulurivit tulisi olla suhteellisen hyvin trimmatut viime vuosien useista kustannussäästöistä johtuen, ja kasvun skaalautua tulokseen. Näin ennustamme käyttökatteen olevan 2,9 MEUR eli 8 % liikevaihdosta vuonna 2026 (2025e: (oik.) 1,5 MEUR eli 6 %). Näin ennustamme myös kannattavuuden jäävän strategiakauden tavoitteista (tavoite yli 15 %:n oik. käyttökatte-%). Teimme tarkennuksia tase-erien ennusteisiimme ja poistoihin e18-yritystoston konsolidoinnin myötä, koska ilmeisesti e18:n tase oli hyvin kevyt. Yritystoston myötä liikearvopoistot nousevat ja ovat arvioimme mukaan 1,2 MEUR vuositasolla. Kyseiset liikearvopoistot eivät kuitenkaan ole kassavirtavaikutteisia, ja oikaisemme ne tuloksesta. Yhtiöllä tulee ymmärryksemme mukaan yritystostosta myös korollista velkaa ja siten korkokulut kasvavat hieman. Näin ennustamme osakekohtaisen tuloksen kasvavan 0,12 euroon ja oikaistuna liikearvopoistoista 0,22 euroon vuonna 2026 (2025e: -0,03 ja 0,09). Raportoitu tulosta painoivat vuonna 2025e uudelleenjärjestelykulut, yritystoston kertaluonteiset kulut ja yrityskauppoihin liittyvät poistot.

Yhtiö päivitti osinkopolitiikkaansa alkuvuonna 2025 ja tavoite on maksaa vähintään 30 % tuloksesta osinkoina. Odotamme yhtiön jakavan osinkoa 4 ja 9 senttiä osakkeelta vuosilta 2025-2026, mikä vastaa ~40 % oikaistusta tuloksesta.

## Strategiakauden jälkeiset ennusteet

Strategiakauden jälkeisinä vuosina ennustamme kasvun kiihtyvän yleisen talouden elpyessä ja automaatiopenetraation kasvaessa. Laskimme kuitenkin hieman keskipitkän aikavälin ennusteita, heikkona jatkuneen

yleisen markkinan ja odotettua hitaamman kehityksen myötä. Arvioimme yhtiön kasvavan orgaanisesti 8-9 % vuosina 2027-2030 ja hidastuvan tämän jälkeen asteittain kohti 1,5 % terminaalissa. Liikevaihtorakenteen näkökulmasta katsottuna odotamme jatkuvaveloitteisen kasvun vetävän konsernin liikevaihdon kasvua, kun asiantuntijapalveluiden hankkeet siirtyvät jatkuvaveloitteiseen palveluun ja jatkavat ylösajoa.

Ennustamme sen sijaan käyttökatte-%:n nousevan 11-12 %:iin vuosina 2027-2028 ja pysyvän samalla tasolla. Kannattavuusparannusta vetää pääosin skaalautuvien jatkuvaveloitteisten palveluiden kasvu. Huomautamme edelleen, että ennusteisiin liittyy keskipitkällä aikavälillä suurempaa epävarmuutta johtuen liikevaihdon kasvun kulmakertoimesta ja erityisesti sen skaalautuvuudesta kannattavuuteen. Olemme listanneet sivupalkkiin oikealle useampia Digital Workforcen kasvu- ja kannattavuusajureita.

Ennusteemme heijastelee pitkällä aikavälillä IT-palvelusektoria parempaa kasvua ja kannattavuutta. Parempi kasvu johtuu IT-palvelumarkkinaa paremmasta alla olevasta kasvusta. Parempi kannattavuus taas skaalautuvammasta liiketoimintarakenteesta. Yhtiöltä puuttuu kuitenkin vielä 2020-luvulla näytöt voimakkaammasta kasvusta ja erityisesti kannattavuudesta uudella strategialla ja rakenteella.

## Vahva tase mahdollistaa yritystostot

Yhtiön nettokassa on arvioimme mukaan 3 MEUR vuoden 2025e lopussa. Lisäksi operatiivinen kassavirta vahvistaa tasetta ja mahdollistaa näin hyvin yritystostot kasvun kiihdyttämiseen. Yhtiöllä on myös mahdollista rahoittaa epäorgaanista kasvua arvioimme mukaan noin 10 MEUR:n lainalla, mikä kuitenkin sisältää oletuksen kannattavuuden paranemisesta lähemmäksi yhtiön tavoittelemaa 10 %:n EBITDA-tasoa.



## Kasvuajurit

- + OutSmart-alustan kasvu, missä on kriittistä onnistua pitkän aikavälin potentiaalin kannalta
- + Asiantuntijapalveluiden kasvu (lyhyellä aikavälillä markkina luo painetta)
- + Jatkuvaveloitteisten palveluiden kasvu ja olemassa olevien asiakkaiden käytön lisääminen (skaalautuu)
- + Markkinoittain UK ja Suomi ajavat kasvua lyhyellä tähtäimellä
- + Robotiikan paraneva penetraatioaste ja tekoälyn (-agenttien) soveltamisessa onnistuminen
- + Alihankinta lisää liiketoiminnan joustavuutta
- Asiakkaiden ottaessa automaatioprosessit itse haltuun



## Kannattavuuden ajurit

- + Parempi lisenssiportfolion hallinta, joka tehostaa materiaalien ja palveluiden kulurakennetta
- + Vahvempi skaalautuvuus jatkuvaveloitteisissa palveluissa
- + Halvemmista maista palvelun tuottaminen paremman asiakashinnan markkinoihin (esim. Puolasta muualle Eurooppaan ja Euroopasta USA:han)
- + Kulurakenteen skaalautuminen jatkuvaveloitteisten palveluiden kasvun myötä ja asiantuntijapalveluiden laskutusasteiden paraneminen
- Palkkainflaatio ja asiantuntijapalveluiden vaihtuvuus
- Rekrytoinnit kalliilla USA:n ja Ison-Britannian markkinoilla
- Investointien epäonnistuminen

# Ennusteet ja ennustemuutokset 3/3

| Tuloslaskelma                 | 2022  | 2023  | Q1'24 | Q2'24 | Q3'24 | Q4'24 | 2024 | Q1'25 | Q2'25 | Q3'25 | Q4'25e | 2025e | 2026e | 2027e | 2028e |
|-------------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|------|-------|-------|-------|--------|-------|-------|-------|-------|
| Liikevaihto                   | 25,5  | 24,9  | 6,7   | 7,0   | 6,6   | 7,0   | 27,3 | 6,5   | 7,1   | 6,6   | 8,7    | 28,8  | 34,5  | 37,5  | 41,1  |
| Asiantuntijapalvelut          | 10,5  | 9,7   | 2,7   | 2,6   | 2,2   | 2,5   | 10,0 | 2,0   | 2,6   | 2,3   | 2,7    | 9,6   | 10,6  | 11,0  | 11,4  |
| Jatkuvaveroitettiset palvelut | 15,0  | 15,2  | 4,0   | 4,3   | 4,4   | 4,6   | 17,3 | 4,5   | 4,5   | 4,2   | 6,0    | 19,2  | 23,9  | 26,5  | 29,7  |
| Käyttökate                    | -1,7  | -0,6  | 0,3   | 0,2   | 0,1   | 0,0   | 0,6  | -1,2  | 0,4   | 0,3   | 0,9    | 0,4   | 2,9   | 3,6   | 4,7   |
| Poistot ja arvonalennukset    | -0,9  | -0,2  | -0,1  | -0,1  | -0,1  | -0,1  | -0,4 | -0,1  | -0,1  | -0,1  | -0,5   | -0,7  | -1,4  | -1,3  | -1,4  |
| Liikevoitto ilman kertaeriä   | -1,3  | 0,0   | 0,2   | 0,2   | 0,1   | 0,3   | 0,8  | -0,4  | 0,3   | 0,3   | 0,9    | 1,1   | 2,7   | 3,5   | 4,5   |
| Liikevoitto                   | -2,6  | -0,8  | 0,2   | 0,1   | 0,0   | -0,1  | 0,3  | -1,3  | 0,3   | 0,2   | 0,5    | -0,3  | 1,5   | 2,3   | 3,3   |
| Nettorahoituskulut            | -0,4  | 0,1   | 0,0   | 0,0   | 0,1   | 0,2   | 0,3  | 0,0   | 0,0   |       | 0,1    | 0,1   | -0,1  | -0,1  | 0,0   |
| Tulos ennen veroja            | -3,0  | -0,7  | 0,2   | 0,1   | 0,1   | 0,1   | 0,6  | -1,3  | 0,3   |       | 0,5    | -0,3  | 1,4   | 2,2   | 3,3   |
| Verot                         | 0,0   | 0,0   | 0,0   | 0,0   | 0,0   | 0,0   | 0,0  | 0,0   | -0,1  |       | 0,0    | -0,1  | 0,0   | 0,0   | 0,0   |
| Nettotulos                    | -3,0  | -0,7  | 0,2   | 0,1   | 0,1   | 0,2   | 0,6  | -1,3  | 0,2   | 0,2   | 0,5    | -0,4  | 1,4   | 2,2   | 3,3   |
| EPS (oikaistu)                | -0,15 | 0,01  | 0,02  | 0,01  | 0,02  | 0,04  | 0,09 | -0,04 | 0,02  | 0,02  | 0,08   | 0,09  | 0,22  | 0,29  | 0,38  |
| EPS (raportoitu)              | -0,27 | -0,06 | 0,02  | 0,01  | 0,01  | 0,01  | 0,05 | -0,11 | 0,02  | 0,02  | 0,04   | -0,03 | 0,12  | 0,19  | 0,28  |

| Tunnusluvut            | 2022    | 2023   | Q1'24 | Q2'24  | Q3'24  | Q4'24  | 2024  | Q1'25   | Q2'25 | Q3'25 | Q4'25e | 2025e  | 2026e  | 2027e | 2028e  |
|------------------------|---------|--------|-------|--------|--------|--------|-------|---------|-------|-------|--------|--------|--------|-------|--------|
| Liikevaihdon kasvu-%   | 13,9 %  | -2,2 % | 3,0 % | 14,4 % | 10,0 % | 10,5 % | 9,4 % | -3,7 %  | 1,6 % | 0,4 % | 23,7 % | 5,7 %  | 19,6 % | 8,9 % | 9,7 %  |
| Käyttökate-%           | -6,7 %  | -2,6 % | 4,2 % | 3,0 %  | 2,1 %  | 0,1 %  | 2,3 % | -18,5 % | 5,5 % | 4,4 % | 10,6 % | 1,4 %  | 8,3 %  | 9,7 % | 11,5 % |
| Oikaistu liikevoitto-% | -5,0 %  | -0,2 % | 3,5 % | 2,2 %  | 2,0 %  | 3,8 %  | 2,9 % | -6,1 %  | 4,8 % | 4,0 % | 10,0 % | 3,7 %  | 7,7 %  | 9,3 % | 11,0 % |
| Nettotulos-%           | -11,8 % | -2,8 % | 2,7 % | 2,0 %  | 1,5 %  | 2,4 %  | 2,2 % | -20,3 % | 3,1 % | 3,1 % | 6,0 %  | -1,3 % | 3,9 %  | 5,9 % | 8,0 %  |

Lähde: Inderes

| Ennustemuutokset            | 2025e | 2025e | Muutos | 2026e | 2026e | Muutos | 2027e | 2027e | Muutos |
|-----------------------------|-------|-------|--------|-------|-------|--------|-------|-------|--------|
| MEUR / EUR                  | Vanha | Uusi  | %      | Vanha | Uusi  | %      | Vanha | Uusi  | %      |
| Liikevaihto                 | 28,8  | 28,8  | 0 %    | 34,5  | 34,5  | 0 %    | 38,7  | 37,5  | -3 %   |
| Käyttökate                  | 0,4   | 0,4   | -4 %   | 2,9   | 2,9   | -2 %   | 4,4   | 3,6   | -17 %  |
| Liikevoitto ilman kertaeriä | 1,1   | 1,1   | -2 %   | 2,7   | 2,7   | -2 %   | 4,1   | 3,5   | -15 %  |
| Liikevoitto                 | 0,0   | -0,3  | -840 % | 2,5   | 1,5   | -42 %  | 3,9   | 2,3   | -41 %  |
| Tulos ennen veroja          | 0,1   | -0,3  | -320 % | 2,7   | 1,4   | -50 %  | 4,0   | 2,2   | -45 %  |
| EPS (ilman kertaeriä)       | 0,09  | 0,09  | -2 %   | 0,25  | 0,22  | -12 %  | 0,35  | 0,29  | -19 %  |
| Osakekohtainen osinko       | 0,04  | 0,04  | 0 %    | 0,09  | 0,09  | 0 %    | 0,11  | 0,11  | 0 %    |

Lähde: Inderes

| Vastaavaa                      | 2023        | 2024        | 2025e       | 2026e       | 2027e       |
|--------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| <b>Pysyvät vastaavat</b>       | <b>2,1</b>  | <b>2,3</b>  | <b>14,1</b> | <b>13,1</b> | <b>12,2</b> |
| Liikearvo                      | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |
| Aineettomat hyödykkeet         | 2,1         | 2,3         | 14,1        | 13,1        | 12,2        |
| Käyttöomaisuus                 | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |
| Sijoitukset osakkuusyrityksiin | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |
| Muut sijoitukset               | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |
| Muut pitkäaikaiset varat       | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |
| Laskennalliset verosaamiset    | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |
| <b>Vaihtuvat vastaavat</b>     | <b>21,3</b> | <b>22,0</b> | <b>20,3</b> | <b>24,2</b> | <b>27,7</b> |
| Vaihto-omaisuus                | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |
| Muut lyhytaikaiset varat       | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |
| Myyntisaamiset                 | 8,1         | 9,1         | 10,4        | 11,4        | 12,4        |
| Likvidit varat                 | 13,2        | 13,0        | 9,9         | 12,8        | 15,3        |
| <b>Taseen loppusumma</b>       | <b>23,4</b> | <b>24,3</b> | <b>34,5</b> | <b>37,3</b> | <b>39,9</b> |

Lähde: Inderes

| Vastattavaa                    | 2023        | 2024        | 2025e       | 2026e       | 2027e       |
|--------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| <b>Oma pääoma</b>              | <b>14,7</b> | <b>14,9</b> | <b>14,5</b> | <b>15,8</b> | <b>17,3</b> |
| Osakepääoma                    | 0,1         | 0,1         | 0,1         | 0,1         | 0,1         |
| Kertyneet voittovarot          | -13,3       | -12,8       | -14,2       | -13,3       | -12,2       |
| Oman pääoman ehtoiset lainat   | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |
| Uudelleenarvostusrahasto       | 28,0        | 27,6        | 28,6        | 29,0        | 29,4        |
| Muu oma pääoma                 | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |
| Vähemmistöosuus                | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |
| <b>Pitkäaikaiset velat</b>     | <b>0,8</b>  | <b>0,6</b>  | <b>8,6</b>  | <b>8,6</b>  | <b>8,6</b>  |
| Laskennalliset verovelat       | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |
| Varaukset                      | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |
| Korolliset velat               | 0,8         | 0,6         | 7,0         | 7,0         | 7,0         |
| Vaihtovelkakirjalainat         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |
| Muut pitkäaikaiset velat       | 0,0         | 0,0         | 1,6         | 1,6         | 1,6         |
| <b>Lyhytaikaiset velat</b>     | <b>7,9</b>  | <b>8,9</b>  | <b>11,4</b> | <b>13,0</b> | <b>14,0</b> |
| Korolliset velat               | 0,2         | 0,2         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |
| Lyhytaikaiset korottomat velat | 5,1         | 8,7         | 9,8         | 11,4        | 12,4        |
| Muut lyhytaikaiset velat       | 2,6         | 0,0         | 1,6         | 1,6         | 1,6         |
| <b>Taseen loppusumma</b>       | <b>23,4</b> | <b>24,3</b> | <b>34,5</b> | <b>37,3</b> | <b>39,9</b> |

# Sijoitusprofiili

- 1 Houkuttelevat kasvumarkkinat ulkomailla. Hyvät näkymät myös Suomessa.
- 2 Parantunut fokus kilpailuetujen ympärille valituilla toimialoilla (erit. terveydenhuolto).
- 3 Skaalautuva ja jatkuvaan liikevaihtoon perustuva liiketoimintamalli.
- 4 Vahva tase ja negatiivinen nettokäyttöpääoma.
- 5 Sijoitusprofiililtaan vielä käänneyhtiö, mutta potentiaalisesti tuote- ja palveluyhtiön hybridi.

## Potentiaali

- Markkinan kysyntänäkymät ovat vahvat keskipitkällä aikavälillä ja IT-palvelusektoria paremmat
- Uusissa markkinoissa onnistuminen (Iso-Britannia ja Irlanti sekä USA)
- Outsmart-alustan myötä kilpailuedun vahvistuminen
- Skaalautuvuuden paraneminen
- Jatkuvuuden parantuminen edelleen
- Yritysostot
- Moniteknologia-malli, tekoälyagenttien tuomat kasvun mahdollisuudet

## Riskit

- Tekoälyn disruptiuhka
- Kasvustrategian epäonnistuminen
- Outsmart-alustan kilpailukyvyyn heikkeneminen
- Suurten RPA-tekniikoiden kehitys ja laajentuminen ylläpitoon ja orkestrointiin
- Markkina- ja teknologiamuutoksiin reagointi
- Työntekijäimagon kehitys ja rekrytoinneissa onnistuminen
- Palkkainflaatio ja vaihtuvuuden hallinta
- Yritysostot

# Arvonmääritys 1/4

## Sijoitusprofiililta käännetyhtiö

Sijoitusprofiililtaan Digital Workforce on vielä käännetyhtiö, jonka kannattavan kasvun käänne eteni hyvin viime vuonna. Tänä vuonna tekeminen on ollut ailahtelevampaa ja yhtiöllä on vielä selvästi todistettavaa kannattavasta kasvusta. Yhtiön sijoitustarina on kuitenkin jopa hyvin houkutteleva pidemmällä aikavälillä, kun huomioidaan kasvu- ja kannattavuuspotentiaali. Ennen korkeampaa hyväksyttävää arvostusta yhtiön on kuitenkin annettava näyttöjä nykyisen strategian purevuudesta kasvun näkökulmasta ja edelleen sen skaalautumisesta kannattavuuteen.

Liiketoimintaprofiililtaan yhtiö on näkemyksemme mukaan hybridi tuoteyhtiön ja IT-palveluyhtiön ominaisuuksista. Digital Workforcella ei ole tuoteyhtiöiden tapaan omaa IPR-portfolioita ja yhtä vahvaa kannattavuusprofiilia, mutta palveluyhtiötä selvästi parempi skaalautuvuus ja erityisesti jatkuvuus. Asiantuntijatyö on taas strategisesti ”syöttöfunktio” jatkuvaveloitteiseen liikevaihtoon ja arviomme mukaan se on keskimääräistä IT-palvelutyötä matalakatteisempaa. Parempikatteisen jatkuvan liikevaihdon osuuden kasvu ajaa tuloskasvua ja tekee sijoitusprofiilista mielenkiintoisen ja houkuttelevan.

e18-yritysosto tekee Iso-Britannian kasvumarkkinasta yhtiölle selvästi vahvemman kasvujalan. Yhtiön onnistuessa kasvumarkkinoilla ja skaalautuvuuden realisoituessa, voidaan yhtiölle alkaa asteittain hyväksyä korkeampia arvostuskertoimia sekä tukeutua vahvemmin laskelmaan, jonka ennusteet ovat selvästi nykyistä suoritustasoa paremmat.

Keskeisenä riskinä on kasvustrategian epäonnistuminen, jolloin jatkuvan liikevaihdon kasvusta ja sen skaalautuvuudesta ei saataisi näyttöjä. Tällöin jatkuvan

liiketoiminnan arvo ei todennäköisesti heijastuisi yhtiön arvostuskertoimiin ja pahimmassa tapauksessa yhtiö profiloituisi tahtomattaan heikosti kannattavan IT-palveluyhtiön lokeroon.

Tällä hetkellä markkinat vaikuttavat hinnoittelevan suhteellisen heikkoa tekemistä, eivätkä selvästikään usko voimakkaaseen kasvuun ja sen skaalautumiseen kannattavuuteen. Näin operatiiviset näytöt ovat keskeisiä korkeamman arvostuksen realisoitumiseksi.

## Arvonmääritysmalli

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

Arvostuskertoimissa olemme aikaisemmin käyttäneet pääsääntöisesti liikevaihtokertoimia. Liikevaihtokertoimen vertailtavuutta heikentää hieman se, että yhtiö on FAS-kirjanpidossa ja kirjaa lisenssimyyntit myös liikevaihtoon. IFRS-kirjanpidossa tästä kirjattaisiin vain kate, mikä laskisi liikevaihtoa arviomme mukaan noin 10 %, mutta parantaisi kannattavuutta. Kannattavuusparannuksen myötä myös tulospohjaisista kertoimista aletaan saada tukea arvostukselle, mutta tämä vaatii tuloskäänteen jatkumista ensi vuonna. Tällä hetkellä arvostusta rajoittaa yhtiön pieni koko ja vielä keskeneräinen tuloskäänne.

## Arvoajurit ja mahdollisuudet

- Kasvumarkkinoilla onnistuminen (erityisesti Iso-Britannia ja Irlanti) ja kasvun kiihtyminen
- Parempikatteisen jatkuvaveloitteisten palveluiden liikevaihdon osuuden kasvu ajaa tuloskasvua ja tekee sijoitusprofiilista houkuttelevamman
- Moniteknologia-malli, tekoälyagenttien tuomat kasvun mahdollisuudet
- Outsmart-alustan hyvä skaalautuvuus
- Toimialafokus parantaa tehokkuutta ja siten kannattavuutta
- Yritysostot

## Riskit ja uhat

- Tekoälyn disruptiivuhka
- Kasvustrategian onnistuminen
- Outsmart-alustan kaupallistamisen epäonnistuminen
- Suurten teknologioiden kehitys ja laajentuminen ylläpitoon
- Asiakkaiden tekemisen ottaminen omaan haltuun (inhouse)
- Markkina ja teknologiamuutoksiin reagointi
- Perinteiset asiantuntijapalveluiden uhat liittyen työntekijäimagoon, palkkainflaatioon ja vaihtuvuuden hallintaan
- Yritysostot

# Arvonmääritys 2/4

## Verrokkiryhmä

Digital Workforcelle ei ole saatavilla selkeää samanlaisella liiketoimintamallilla toimivaa verrokkiryhmää, sillä asiantuntijayhtiöihin verrattuna yhtiöllä on selvästi enemmän jatkuvaluontoista ja parempikatteista liiketoimintaa. Pohjoismaisiin tuote- ja erityisesti ohjelmistoyhtiöihin verrattuna Digital Workforcen kateprofiili on kypsässä vaiheessa kyseisiä yhtiöitä heikompi.

Verrokkiryhmän mediaani EV/Liikevaihto-kertoimet vuosille 2025-2026 ovat 1,1x-0,9x. IT-palveluyhtiöiden vastaavat kertoimet ovat 0,7x ja ohjelmistoyhtiöiden ~4x.

Arvostuksen lattiaan olemme pitäneet IT-palveluyhtiöiden mediaania, mikä on hyvinkin relevantti, sillä yhtiö on lanseeraamallamme 20-säännöllä mitattuna yli IT-palveluyhtiön keskiarvon (2025e). Mikäli yhtiön kasvu kiihtyisi yli 10 %:iin tai lähemmäs sen tavoittelemaa 25 %:n tasoa ja kannattavuuskäännöksen etenee hyvin, voidaan yhtiölle näkemyksemme mukaan hyväksyä IT-palveluyhtiöiden kärkitason arvostus (>1x), eli selvästi nykyistä korkeampi. Yhtiöllä ei ole vielä kuitenkaan selkeitä näyttöjä strategian purevuudesta ja operatiivisesta voimakkaammasta käänteestä, mikä pitää meidät varovaisena.

Emme näe perusteltuna tarkastella yhtiön arvostusta suhteessa ohjelmistoyhtiöihin. Pidämme ohjelmistoyhtiöt kuitenkin mukana, sillä mikäli yhtiö yltää potentiaaliinsa, saadaan myös näistä tukipisteitä arvostukselle, erityisesti jatkuvaveloitteiselle liikevaihdolle. Lisenssitulojen kirjauskäytännöstä johtuen yhtiölle voidaan kuitenkin hyväksyä ~10 % matalammat liikevaihtopohjaiset kertoimet.

Näkemyksemme mukaan Digital Workforcen arvostus on EV/liikevaihto-kertoimella houkutteleva. Tulokertoimien suhteellinen analysointi ja vahvemman näkemyksen

ottaminen tässä vaiheessa on haastavaa, koska muuttujia on useita. Käsitlemme tulokertoimia enemmän absoluuttisesti.

## Arvostuskertoimet

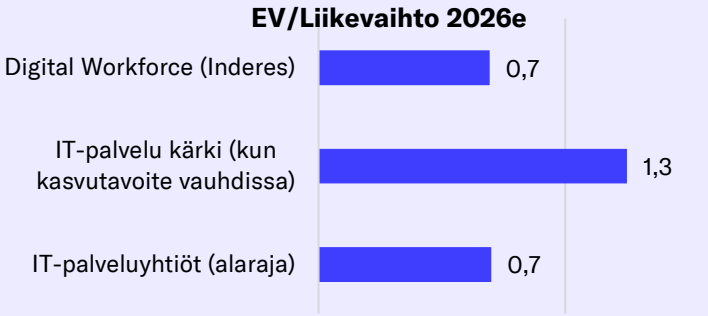
Yritystoston myötä on perusteltua tarkastella ensisijaisesti ensi vuoden kertoimia, jotka huomioivat koko yritystoston vaikutuksen. Ensi vuoden osin skaalautuneilla kannattavuusennusteilla (EBITDA: 8 %) arvostuskuva (2026e EV/EBIT 9x, P/E 12x) on vähintään houkutteleva. Kasvun jatkuessa ja skaalautuessa kannattavuuteen ovat vuoden 2027 kertoimet (EV/EBIT 6x, P/E 9x) jo hyvinkin houkuttelevat, mutta tähän on näkemyksemme mukaan edelleen liian aikaista tukeutua (EBITDA: 10 % vs. 2025e 4 %). Nykyinen haastava markkinatilanne ja edelleen keskeneräinen käänne rajoittavat kovinta ostointoa.

## Osien summa

Tarkastelemme Digital Workforcen arvostusta myös osien summa -laskelman kautta liiketoimintojen hyvin erilaisten profiilien takia. Laskelman käyttökelpoisuutta rajoittaa kuitenkin se, ettei liiketoimintoja voi tai tulla erottamaan toisistaan. Laskelma toimii kuitenkin hyvin yhtenä arvostusmenetelmänä muiden joukossa.

Sovellamme asiantuntijapalveluille IT-palveluyhtiöiden alahaarukan EV/S-kerrointa 0,4x. Matala kerroin heijastelee asiantuntijapalveluiden heikompa kasvua ja kannattavuusprofiilia. Jatkuvalle liikevaihdolle sen sijaan sovellamme IT-palveluyhtiöiden arvostuksen kärkeä tai koko verrokkiryhmän mediaanitasoa ~1,2x.

Mikäli liiketoiminnan kannattavuuspotentiaali alkaa realisoitumaan voidaan jatkuvalle liikevaihdolle hyväksyä korkeampi arvostustaso.



| Verrokkiryhmän arvostus     | EV/EBIT | EV/Liikevaihto |
|-----------------------------|---------|----------------|
| Yhtiö                       | 2026e   | 2026e          |
| Admicom*                    | 15,4    | 5,0            |
| Leadesk*                    | 15,2    | 1,2            |
| Qt Group*                   | 14,8    | 3,4            |
| Lime Technologies AB        | 21,9    | 4,9            |
| Upsales Technology AB       | 13,9    | 2,4            |
| Carasent                    | 33,5    | 4,4            |
| FormPipe Software AB        | 41,0    | 5,4            |
| Digia*                      | 7,6     | 0,8            |
| Gofore*                     | 9,9     | 1,1            |
| Loihde*                     | 13,3    | 0,5            |
| Innofactor*                 | 9,4     | 0,7            |
| Netum Group*                | 9,1     | 0,6            |
| Siili Solutions*            | 6,4     | 0,3            |
| Solteq*                     | 11,2    | 0,7            |
| Tietoevry*                  | 10,1    | 1,4            |
| Vincit*                     | 11,1    | 0,4            |
| Witted Megacorp*            | 9,0     | 0,3            |
| Bouvet                      | 13,3    | 1,7            |
| CombinedX                   | 7,7     | 0,7            |
| Avensia AB                  | 6,3     | 0,7            |
| Knowit                      | 16,1    | 0,6            |
| Netcompany Group            | 16,0    | 2,1            |
| Digital Workforce (Inderes) | 9,1     | 0,7            |
| Keskiarvo                   | 14,2    | 1,8            |
| Mediaani (kaikki)           | 12,2    | 0,9            |
| Erutus-% vrt. mediaani      | -26 %   | -24 %          |
| Mediaani (ohjelmistoyhtiöt) | 15,3    | 3,9            |
| Erutus-% vrt. mediaani      | -40 %   | -82 %          |
| Mediaani (IT-palveluyhtiöt) | 10,0    | 0,7            |
| Erutus-% vrt. mediaani      | -9 %    | 2 %            |

# Verrokkiryhmän arvostus

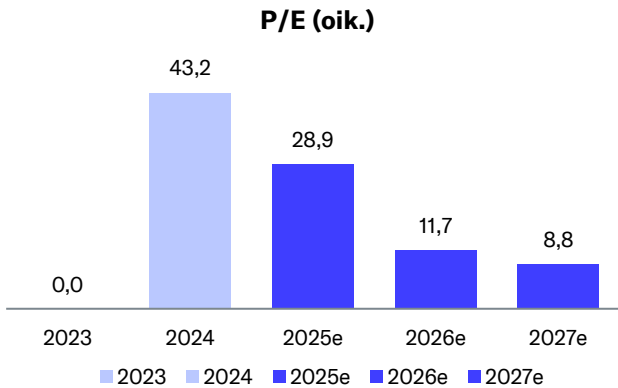
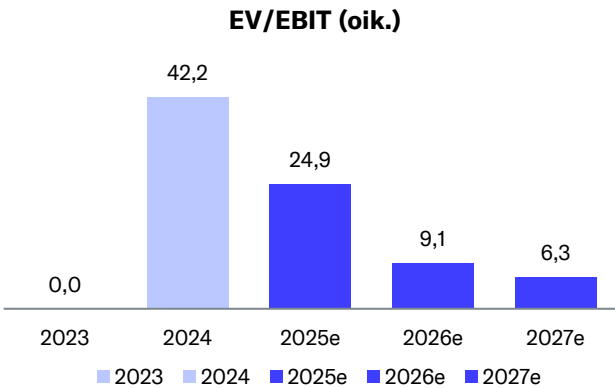
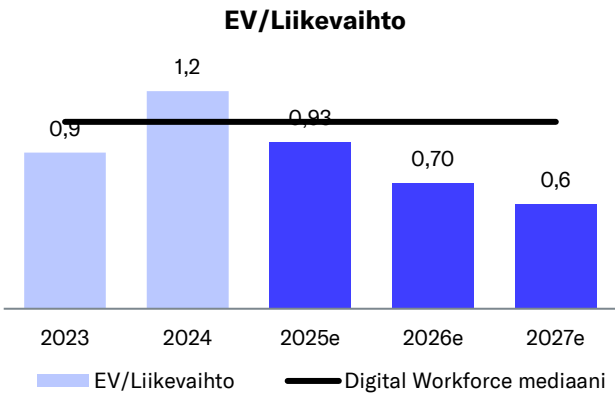
| Verrokkiryhmän arvostus<br>Yhtiö | Markkina-arvo<br>MEUR | Yritysarvo<br>MEUR | EV/EBIT |       | EV/EBITDA |       | EV/Liikevaihto |       | P/E   |       | Osinkotuotto-% |       | P/B   |
|----------------------------------|-----------------------|--------------------|---------|-------|-----------|-------|----------------|-------|-------|-------|----------------|-------|-------|
|                                  |                       |                    | 2025e   | 2026e | 2025e     | 2026e | 2025e          | 2026e | 2025e | 2026e | 2025e          | 2026e | 2025e |
| Admicom*                         | 218                   | 208                | 18,0    | 15,4  | 17,7      | 14,8  | 5,5            | 5,0   | 23,2  | 20,2  | 1,5            | 1,7   | 5,8   |
| Leaddesk*                        | 41                    | 51                 | 18,8    | 15,2  | 8,0       | 6,5   | 1,3            | 1,2   | 25,2  | 20,6  |                |       | 2,8   |
| Qt Group*                        | 792                   | 895                | 19,4    | 14,8  | 17,5      | 12,9  | 4,2            | 3,4   | 21,9  | 18,0  |                |       | 3,5   |
| Lime Technologies AB             | 371                   | 384                | 28,0    | 21,9  | 18,2      | 15,3  | 5,6            | 4,9   | 35,4  | 27,9  | 1,6            | 1,9   | 10,9  |
| Upsales Technology AB            | 47                    | 44                 | 16,2    | 13,9  | 11,6      | 10,3  | 2,9            | 2,4   | 20,2  | 17,8  | 5,0            | 5,0   | 20,2  |
| Carasent                         | 172                   | 159                | 205,1   | 33,5  | 23,7      | 15,2  | 5,1            | 4,4   | 113,0 | 43,0  |                |       | 2,2   |
| FormPipe Software AB             | 130                   | 128                | 62,0    | 41,0  | 32,4      | 27,9  | 4,3            | 5,4   | 100,4 | 49,7  | 42,2           | 0,4   | 1,7   |
| Digia*                           | 169                   | 196                | 8,9     | 7,6   | 8,2       | 6,6   | 0,9            | 0,8   | 10,3  | 9,4   | 3,0            | 3,3   | 1,7   |
| Gofore*                          | 219                   | 239                | 15,6    | 9,9   | 11,6      | 8,1   | 1,3            | 1,1   | 17,7  | 12,7  | 3,6            | 3,7   | 1,9   |
| Loihde*                          | 68                    | 76                 | 17,9    | 13,3  | 7,9       | 5,8   | 0,5            | 0,5   | 23,7  | 16,5  | 4,2            | 5,7   | 0,9   |
| Innofactor*                      | 61                    | 66                 | 11,7    | 9,4   | 7,6       | 6,4   | 0,8            | 0,7   | 14,5  | 11,9  | 5,3            | 5,9   | 2,1   |
| Netum Group*                     | 14                    | 21                 | 9,2     | 9,1   | 11,7      | 8,4   | 0,5            | 0,6   | 22,5  | 26,4  | 1,8            | 3,6   | 2,1   |
| Siili Solutions*                 | 37                    | 39                 | 9,8     | 6,4   | 8,3       | 4,0   | 0,4            | 0,3   | 11,3  | 8,9   | 1,8            | 3,3   | 0,9   |
| Solteq*                          | 8                     | 30                 | 39,1    | 11,2  | 13,1      | 8,0   | 0,7            | 0,7   |       |       |                |       | 0,6   |
| Tietoevry*                       | 2138                  | 2674               | 10,6    | 10,1  | 16,3      | 8,8   | 1,4            | 1,4   | 11,1  | 11,6  | 3,9            | 5,0   | 2,0   |
| Vincit*                          | 21                    | 25                 |         | 11,1  | 9,8       | 3,8   | 0,4            | 0,4   |       | 14,3  | 3,9            | 5,5   | 0,7   |
| Witted Megacorp*                 | 21                    | 16                 | 19,4    | 9,0   | 40,6      | 8,7   | 0,3            | 0,3   | 39,0  | 16,0  | 1,4            | 1,4   | 1,6   |
| Bouvet                           | 548                   | 581                | 14,2    | 13,3  | 11,8      | 11,1  | 1,8            | 1,7   | 17,6  | 16,6  | 5,8            | 5,8   | 15,5  |
| CombinedX                        | 65                    | 72                 | 12,3    | 7,7   | 6,6       | 4,9   | 0,8            | 0,7   | 15,7  | 8,8   |                |       |       |
| Avensia AB                       | 27                    | 28                 | 7,2     | 6,3   | 5,2       | 4,8   | 0,7            | 0,7   | 9,2   | 7,7   | 6,3            |       | 4,7   |
| Knowit                           | 291                   | 347                | 23,2    | 16,1  | 7,7       | 6,8   | 0,6            | 0,6   | 34,0  | 20,1  | 1,7            | 2,9   | 0,8   |
| Netcompany Group                 | 2140                  | 2579               | 22,9    | 16,0  | 14,9      | 12,2  | 2,5            | 2,1   | 27,8  | 17,9  |                | 0,1   | 4,4   |
| Digital Workforce (Inderes)      | 30                    | 27                 | 24,9    | 9,1   | 65,3      | 8,5   | 0,9            | 0,7   | 28,9  | 11,7  | 1,6            | 3,5   | 2,1   |
| Keskiarvo                        |                       |                    | 28,1    | 14,2  | 14,1      | 9,6   | 1,9            | 1,8   | 29,7  | 18,9  | 5,8            | 3,4   | 4,1   |
| Mediaani (kaikki)                |                       |                    | 17,9    | 12,2  | 11,6      | 8,2   | 1,1            | 0,9   | 22,2  | 16,6  | 3,7            | 3,4   | 2,1   |
| Erotus-% vrt. mediaani           |                       |                    | n.a.    | -26 % | n.a.      | 3 %   | -14 %          | -24 % | n.a.  | -30 % | n.a.           | n.a.  | 0 %   |
| Mediaani (ohjelmistoyhtiöt)      |                       |                    | 19,1    | 15,3  | 17,6      | 13,8  | 4,3            | 3,9   | 24,2  | 20,4  | 3,0            | 1,9   | 3,1   |
| Erotus-% vrt. mediaani           |                       |                    | n.a.    | -40 % | n.a.      | -39 % | -78 %          | -82 % | n.a.  | -43 % | n.a.           | n.a.  | -34 % |
| Mediaani (IT-palveluyhtiöt)      |                       |                    | 14,2    | 10,0  | 10,7      | 7,4   | 0,7            | 0,7   | 17,7  | 14,3  | 3,9            | 3,7   | 1,9   |
| Erotus-% vrt. mediaani           |                       |                    | n.a.    | -9 %  | n.a.      | 15 %  | 35 %           | 2 %   | n.a.  | -18 % | n.a.           | n.a.  | 8 %   |

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

# Arvostustaulukko

| Arvostustaso          | 2023  | 2024    | 2025e | 2026e  | 2027e  | 2028e  |
|-----------------------|-------|---------|-------|--------|--------|--------|
| Osakekurssi           | 3,02  | 4,02    | 2,54  | 2,54   | 2,54   | 2,54   |
| Osakemäärä, milj. kpl | 11,3  | 11,3    | 11,7  | 11,8   | 11,9   | 11,9   |
| Markkina-arvo         | 34    | 45      | 30    | 30     | 30     | 30     |
| Yritysarvo (EV)       | 22    | 33      | 27    | 24     | 22     | 19     |
| P/E (oik.)            | >100  | 43,2    | 28,9  | 11,7   | 8,8    | 6,7    |
| P/E                   | neg.  | 76,9    | neg.  | 22,0   | 13,6   | 9,2    |
| P/Kassavirta          | neg.  | >100    | neg.  | 9,9    | 9,4    | 7,1    |
| P/B                   | 2,3   | 3,1     | 2,1   | 1,9    | 1,7    | 1,6    |
| P/S                   | 1,4   | 1,7     | 1,0   | 0,9    | 0,8    | 0,7    |
| EV/Liikevaihto        | 0,9   | 1,2     | 0,93  | 0,70   | 0,6    |        |
| EV/EBITDA             | neg.  | 51,9    | 65,3  | 8,5    | 6,0    | 4,0    |
| EV/EBIT (oik.)        | neg.  | 42,2    | 24,9  | 9,1    | 6,3    | 4,2    |
| Osinko/tulos (%)      | 0,0 % | 172,1 % | neg.  | 78,0 % | 58,7 % | 47,0 % |
| Osinkotuotto-%        | 0,0 % | 2,2 %   | 1,6 % | 3,5 %  | 4,3 %  | 5,1 %  |

Lähde: Inderes



# Arvonmääritys 3/4

Digital Workforcen koko e-18 yritysoston huomioivilla vuoden 2026 liikevaihtoennusteillamme ja yllä mainitsemiamme kertoimia soveltaen saamme kokonaisuuden velattomaksi arvoksi 33 MEUR. Nettokassan myötä markkina-arvo on 39 MEUR tai osakekohtainen arvo 3,4 osakkeelta. Osien summa indikoi lähes tavoitehintamme mukaista arvostusta ja tukee positiivista näkemystä osakkeesta. Koska liiketoimintoja ei tulla irrottamaan on tämä enemmän suuntaa antava, kuin ohjaava arvostusmenetelmä.

## Skenaariot vuoteen 2028

Havainnollistamme Digital Workforcen osakkeen strategiakauden tuottopotentiaalia kolmessa eri skenaariossa perustuen erilaisiin oletuksiin yhtiön kasvunopeudesta ja hyväksyttävistä arvostustasoista vuoteen 2028 ulottuvan ajanjakson aikana. Ajanjakso sisältää e18-yritysoston epäorgaanisen vaikutuksen. Digital Workforcen nykyinen strategiakausi loppuu ensi vuonna, mutta näkemyksemme mukaan on selvää, että myös seuraava ajanjakso tähtää edelleen voimakkaaseen kasvuun. Kuten jo useaan otteeseen on todettu, voimakkaampi kasvu vaati edelleen näyttöjä ja siten optimistiseen skenaarioon on liian aikaista tukeutua, mutta skenaariot kuvastavat huomattavaa potentiaalia ja miksi sijoitustarina on onnistuessaan hyvinkin mielenkiintoinen.

Skenaariolaskelmat kuvaavat hyvin sitä, kuinka osakkeen tuotto-odotus on erityisen herkkä jatkuvaveloitteisten palveluiden kasvulle ja hyväksyttävälle arvostukselle. Mikäli Digital Workforcen kasvu on ennustamaamme tasoista, on osakkeessa näkemyksemme mukaan tarjolla hyvä tuotto-odotus perusskenaariossa. Yhtiön onnistuessa edes

lähempänä nykyistä strategian mukaista vahvaa orgaanista kasvua, on osakkeessa näkemyksemme mukaan tarjolla erinomainen tuotto-odotus optimistisessä skenaariossa. Heikossa skenaariossa, jossa kasvu jäisi heikoksi, tuotto-odotus olisi negatiivinen.

Nykyennusteisiimme pohjautuvassa perusskenaariossa odotamme asiantuntijapalveluiden liikevaihdon kasvavan keskimäärin 3 %:n vuosivauhtia vuoteen 2028 asti. Oletetulla 0,4x liikevaihtokertoimella asiantuntijapalveluiden arvoksi muodostuu tuolloin 4,6 MEUR. Jatkuvaveloitteisten palveluiden ennustamme puolestaan kasvavan keskimäärin 15 %:n vauhtia ja liikevaihdon olevan 30 MEUR vuonna 2028. Jatkuvaveloitteisten palveluiden vahvemman kasvu- ja kannattavuusprofiilin myötä oletamme hyväksyttävän liikevaihtokertoimen olevan 1,2x. Näin jatkuvaveloitteisten palveluiden arvoksi muodostuu 36 MEUR. Näillä oletuksilla Digital Workforcen osakkeen arvoksi vuonna 2028 muodostuisi 4,6 euroa osakkeelta, mikä tarkoittaisi nykykurssiin nähden 21 %:n vuosittaista tuotto-odotusta.

Optimistisessä skenaariossa oletamme asiantuntijapalveluiden kasvavan keskimäärin 9 % ja jatkuvaveloitteisten palveluiden 23 % vuodessa. Oletamme asiantuntijapalveluita hinnoiteltavan tuolloin 0,6x ja jatkuvaveloitteisten palveluiden 1,4x liikevaihtokertoimella. Näillä oletuksilla Digital Workforcen osake olisi 7,9 euroa vuonna 2028, mikä tarkoittaisi erinomaista 46 %:n vuosittaista tuotto-odotusta.

| Osien summa                                  | 2024          | 2025e | 2026e        |
|----------------------------------------------|---------------|-------|--------------|
| Asiantuntijapalveluiden liikevaihto          | 10,0          | 9,6   | 10,6         |
| Jatkuvaveloitteisten palveluiden liikevaihto | 17,3          | 19,2  | 23,9         |
|                                              |               |       |              |
| Arvostus, EV/S                               | 2024          | 2025e | 2025e        |
| Asiantuntijapalvelut, 0,4x                   | 4,0           | 3,9   | 4,2          |
| Jatkuvaveloitteiset palvelut, 1,2x           | 20,7          | 23,0  | 28,7         |
|                                              |               |       |              |
|                                              |               |       |              |
| EV                                           | 24,7          | 26,9  | 32,9         |
| Nettokassa                                   | 12,2          | 2,9   | 5,8          |
|                                              |               |       |              |
| Markkina-arvo per osake                      | 36,9          | 29,8  | 38,7         |
|                                              | 3,3           | 2,7   | 3,4          |
|                                              |               |       |              |
| 2028                                         | Pessimistinen | Perus | Optimistinen |
| Asiantuntijapalvelut                         |               |       |              |
| Kasvu (CAGR 24-28)                           | -3 %          | 3 %   | 9 %          |
| Liikevaihto                                  | 9,0           | 11,4  | 14,0         |
|                                              |               |       |              |
| x hinnoittelukerroin                         | 0,2x          | 0,4x  | 0,6x         |
| Yritysarvo                                   | 1,8           | 4,6   | 8,4          |
|                                              |               |       |              |
| Jatkuvaveloitteiset palvelut                 |               |       |              |
| Kasvu (CAGR 24-28)                           | 6 %           | 15 %  | 23 %         |
| Liikevaihto                                  | 22,0          | 29,7  | 40,0         |
| x hinnoittelukerroin                         | 1,0x          | 1,2x  | 1,4x         |
| Yritysarvo                                   | 22,0          | 35,6  | 56,0         |
|                                              |               |       |              |
| Yhteensä                                     |               |       |              |
| Yritysarvo                                   | 23,8          | 40,2  | 64,4         |
| Nettovelka                                   | 5             | -11   | -25          |
| Osakekannan arvo                             | 18,8          | 51,4  | 89,4         |
| Per osake                                    | 1,7           | 4,6   | 7,9          |
|                                              |               |       |              |
| Tuotto                                       | -34 %         | 81 %  | 214 %        |
| Vuosituotto                                  | -13 %         | 21 %  | 46 %         |

# Arvonmääritys 4/4

Pessimistisessä skenaariossa oletamme asiantuntijapalveluiden ja jatkuvaveloitteisten palveluiden kasvun jäävän keskimäärin -3 %:iin ja 6 %:iin vuodessa. Hyväksyttävät kertoimet olisivat tällöin luonnollisesti myös paineessa (vastaavat 0,2x ja 1,0x). Näillä oletuksilla Digital Workforcen osake olisi 1,7 euroa vuonna 2028, mikä tarkoittaisi -13 %:n vuosittaista tuotto-odotusta.

## Kassavirtamalli (DCF)

Olemme asettaneet terminaalijakson (2034-) kasvuodotuksen 1,5 %:iin ja liikevoittomarginaalin (2034-) 9 %:n tasolle, mikä kuvastaa IT-palvelusektoria keskimääräistä parempaa kannattavuutta. Huomautamme kuitenkin, että pitkän aikavälin kasvu- sekä kannattavuusennusteisiimme liittyy selvää epävarmuutta, mikä rajoittaa mallin käyttökelpoisuutta. Terminaalikassavirtojen paino (59 %) on suurehko ja kuvastaa sitä että operatiivisen tekemisen on parannuttava, jotta aliarvostus purkautuisi.

Kassavirtalaskelmamme antama Digital Workforcen osakekohtainen arvo on 3,9 euroa, joka indikoi osakkeelle selvää nousuvaraa. Nostimme hienoisesti WACC:ia 11,4 %:iin (aik. 10,9 %), mikä johtuu oman pääoman tuottovaateen pienestä noususta, mikä taas johtuu tuloskäänteen epävarmuudesta. Lisäksi tuottovaatimusta nostaa yhtiön pieni koko sekä kasvuun ja kannattavuuteen liittyvä epävarmuus. Mikäli Digital Workforce osoittaa tulevina vuosina kasvustrategiansa etenevän oikeaan suuntaan on tuottovaateessa laskuvaraa yhtiön riskiprofiiliin madaltumisen kautta. Koska nykyisen strategian kasvu on edelleen alkumetreillä, sekä kannattavuus ja skaalautuvuuspotentiaali vielä näyttämättä, emme ole vielä valmiita tukeutumaan pelkästään kassavirtalaskelmaan.

Kassavirtalaskelma kuitenkin heijastelee osakkeen houkuttelevaa potentiaalia.

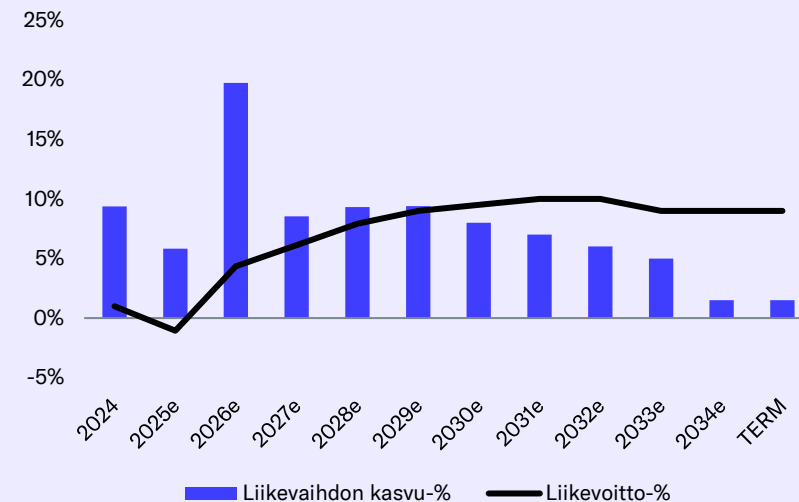
## Riskikorjattu tuotto-odotus on plussalla

Lähivuosien ennusteidemme sekä yhtiölle hyväksymiemme arvostuskertoimien, osien summan, skenaarioiden sekä DCF:n pohjalta arvioimme Digital Workforcen osakkeen käyväksi arvoksi nyt noin 3,0-4,0 euroa osakkeelta. Nykyisessä tilanteessa markkinan epävarmuuden ollessa edelleen korkealla ja yhtiön kasvustrategian vielä ollessa alkuvaiheessa on yhtiön arvostus mielestämme perustellusti haarukan alalaidalla. Yhtiön osoittaessa voimakkaampaa kasvua ja kannattavuutta linjassa ennusteidemme kanssa, on osakkeen arvostus perusteltua olla haarukan ylälaidassa. Strategian edetessä yhtiön tavoittelemalla tahdilla, on käyvän arvon haarukassa mielestämme nousupotentiaalia.

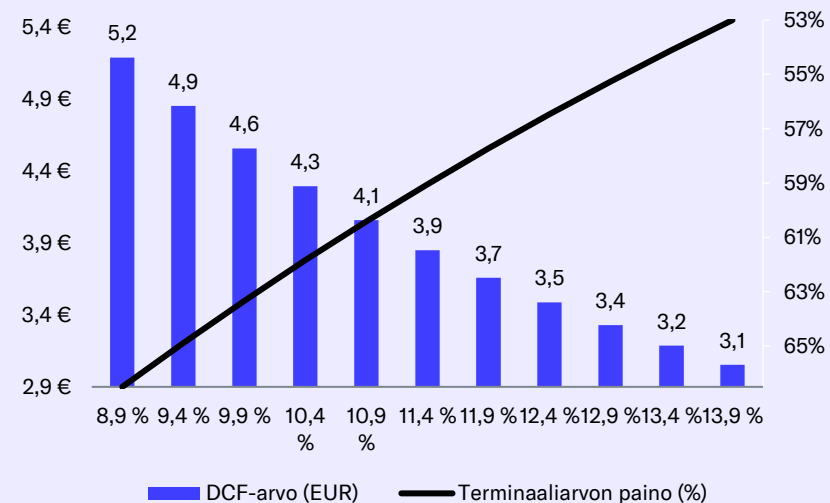
Nykyiseltä kurssitasolta Digital Workforcen osakkeen tuotto-odotus nousee mielestämme tuloskasvun valossa tuottovaatimusta korkeammaksi 12 kuukauden sihdillä.

Keskeisimmät näkemykseemme liittyvät riskit lyhyellä aikavälillä ovat mielestämme ennustepuolella ja tuotto-odotus voisi jäädä odotuksistamme, jos yhtiön kasvu- ja kannattavuuskäännä ei toteutuisi. Keskipitkällä aikavälillä keskeinen riski ennustepuolella liittyy kasvun kiihdyttämiseen, mikä vaati onnistumisia valituilla kasvumarkkinoilla ja tekoälyssä.

DCF-laskelman kasvu- ja kannattavuusoletukset



DCF-arvon herkkyyys muutoksille WACC-%:ssa



# DCF-laskelma

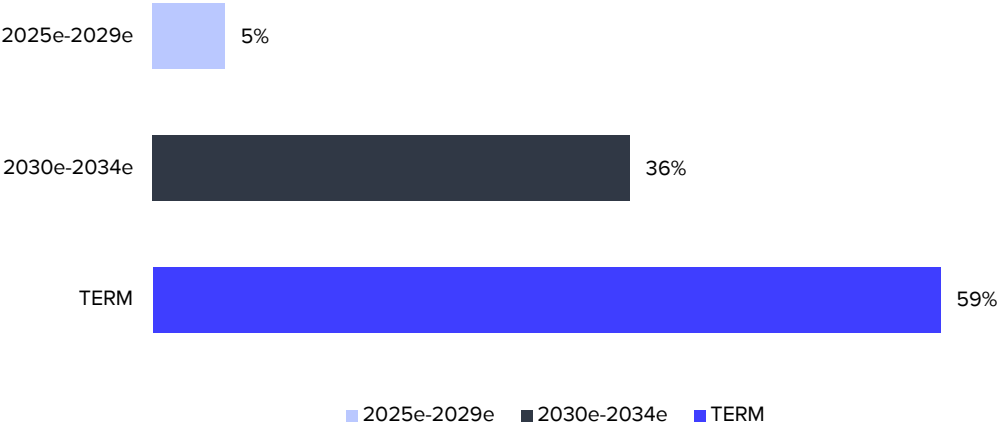
| DCF-laskelma                            | 2024       | 2025e       | 2026e      | 2027e      | 2028e      | 2029e      | 2030e      | 2031e      | 2032e      | 2033e      | 2034e      | TERM        |
|-----------------------------------------|------------|-------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|-------------|
| Liikevaihdon kasvu-%                    | 9,4 %      | 5,7 %       | 19,6 %     | 8,9 %      | 9,7 %      | 9,4 %      | 8,0 %      | 7,0 %      | 6,0 %      | 5,0 %      | 1,5 %      | 1,5 %       |
| Liikevoitto-%                           | 1,0 %      | -1,1 %      | 4,2 %      | 6,1 %      | 8,1 %      | 9,0 %      | 9,5 %      | 10,0 %     | 10,0 %     | 9,0 %      | 9,0 %      | 9,0 %       |
| <b>Liikevoitto</b>                      | <b>0,3</b> | <b>-0,3</b> | <b>1,5</b> | <b>2,3</b> | <b>3,3</b> | <b>4,0</b> | <b>4,6</b> | <b>5,2</b> | <b>5,5</b> | <b>5,2</b> | <b>5,3</b> |             |
| + Kokonaispoistot                       | 0,4        | 0,7         | 1,4        | 1,3        | 1,4        | 1,4        | 1,5        | 1,5        | 1,6        | 1,7        | 1,4        |             |
| - Maksetut verot                        | 0,0        | -0,1        | 0,0        | 0,0        | 0,0        | -0,8       | -0,9       | -1,1       | -1,1       | -1,1       | -1,1       |             |
| - verot rahoituskuluista                | 0,0        | 0,0         | 0,0        | 0,0        | 0,0        | 0,0        | 0,0        | 0,0        | 0,0        | 0,0        | 0,0        |             |
| + verot rahoitustuotoista               | 0,0        | 0,0         | 0,0        | 0,0        | 0,0        | 0,0        | 0,0        | 0,0        | 0,1        | 0,1        | 0,1        |             |
| - Käyttöpääoman muutos                  | 0,0        | 1,4         | 0,6        | 0,0        | 0,0        | 0,0        | 0,0        | 0,0        | 0,0        | 0,0        | 0,0        |             |
| <b>Operatiivinen kassavirta</b>         | <b>0,7</b> | <b>1,7</b>  | <b>3,4</b> | <b>3,6</b> | <b>4,7</b> | <b>4,7</b> | <b>5,2</b> | <b>5,7</b> | <b>6,0</b> | <b>5,9</b> | <b>5,6</b> |             |
| + Korottomien pitkä aik. velk. lis.     | 0,0        | 1,6         | 0,0        | 0,0        | 0,0        | 0,0        | 0,0        | 0,0        | 0,0        | 0,0        | 0,0        |             |
| - Bruttoinvestoinnit                    | -0,6       | -12,6       | -0,4       | -0,4       | -0,4       | -0,5       | -0,5       | -0,5       | -0,5       | -0,5       | -0,4       |             |
| <b>Vapaa operatiivinen kassavirta</b>   | <b>0,1</b> | <b>-9,3</b> | <b>3,0</b> | <b>3,2</b> | <b>4,3</b> | <b>4,2</b> | <b>4,7</b> | <b>5,2</b> | <b>5,5</b> | <b>5,4</b> | <b>5,2</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                        | 0,1        | -9,3        | 3,0        | 3,2        | 4,3        | 4,2        | 4,7        | 5,2        | 5,5        | 5,4        | 5,2        | 53,3        |
| <b>Diskontattu vapaa kassavirta</b>     |            | <b>-9,3</b> | <b>2,7</b> | <b>2,6</b> | <b>3,1</b> | <b>2,7</b> | <b>2,7</b> | <b>2,7</b> | <b>2,6</b> | <b>2,3</b> | <b>2,0</b> | <b>20,2</b> |
| Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta |            | 34,2        | 43,5       | 40,7       | 38,2       | 35,1       | 32,4       | 29,6       | 26,9       | 24,4       | 22,1       | 20,2        |
| <b>Velaton arvo DCF</b>                 |            | <b>34,2</b> |            |            |            |            |            |            |            |            |            |             |
| - Korolliset velat                      |            | -0,8        |            |            |            |            |            |            |            |            |            |             |
| + Rahavarat                             |            | 13,0        |            |            |            |            |            |            |            |            |            |             |
| -Vähemmistöosuus                        |            | 0,0         |            |            |            |            |            |            |            |            |            |             |
| -Osinko/pääomapalautus                  |            | -1,0        |            |            |            |            |            |            |            |            |            |             |
| <b>Oman pääoman arvo DCF</b>            |            | <b>45,4</b> |            |            |            |            |            |            |            |            |            |             |
| <b>Oman pääoman arvo DCF per osake</b>  |            | <b>3,9</b>  |            |            |            |            |            |            |            |            |            |             |

## Pääoman kustannus (WACC)

|                                         |               |
|-----------------------------------------|---------------|
| Vero-% (WACC)                           | 20,0 %        |
| Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)     | 10,0 %        |
| Vieraan pääoman kustannus               | 6,0 %         |
| Yrityksen Beta                          | 1,60          |
| Markkinoiden riski-preemio              | 4,75 %        |
| Likviditeettipreemio                    | 2,00 %        |
| Riskitön korko                          | 2,5 %         |
| <b>Oman pääoman kustannus</b>           | <b>12,1 %</b> |
| <b>Pääoman keskim. kustannus (WACC)</b> | <b>11,4 %</b> |

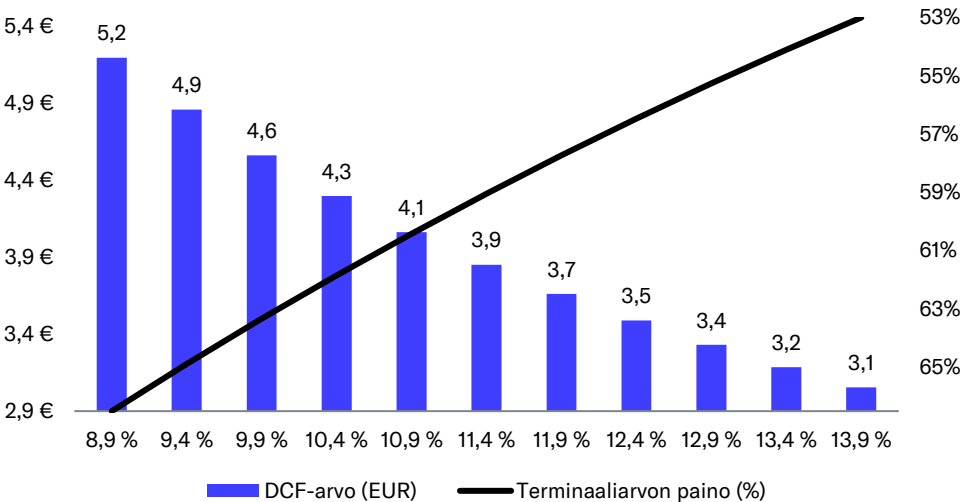
Lähde: Inderes

Rahavirran jakauma jaksoittain

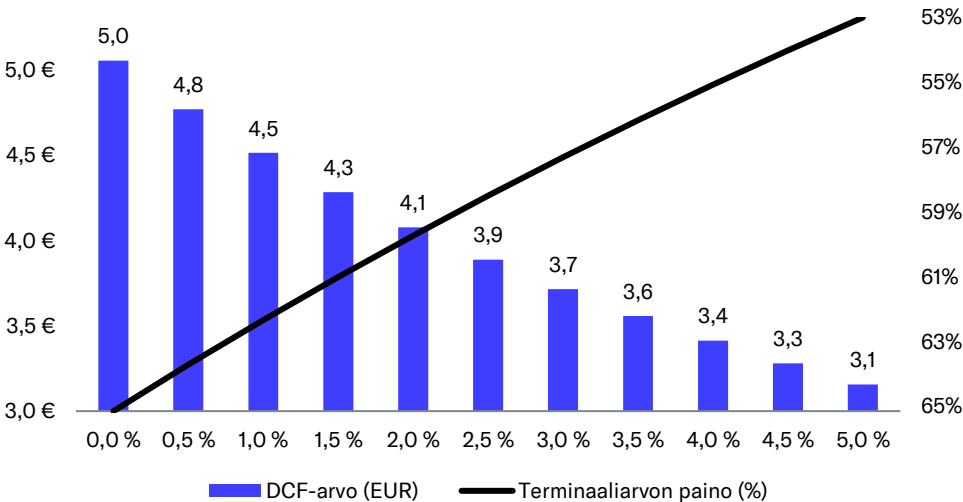


# DCF:n herkkyysslaskelmat ja avainoletukset graafeina

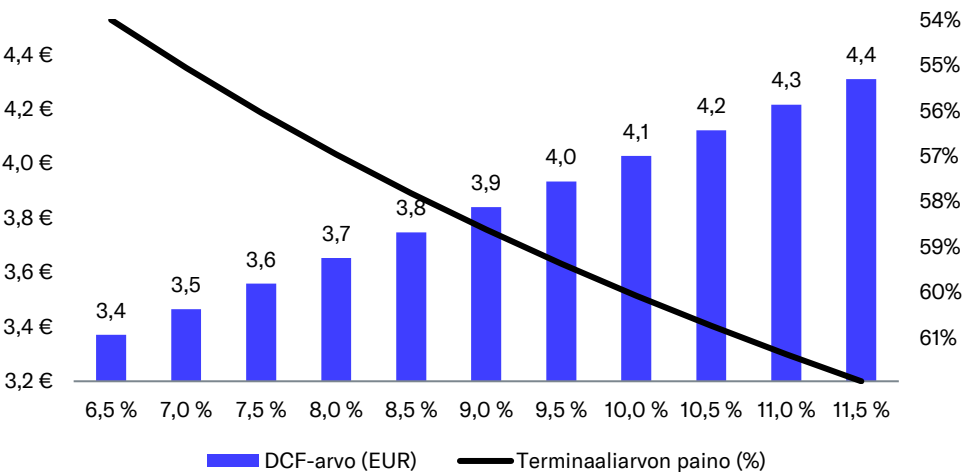
DCF-arvon herkkyys muutoksille WACC-%:ssa



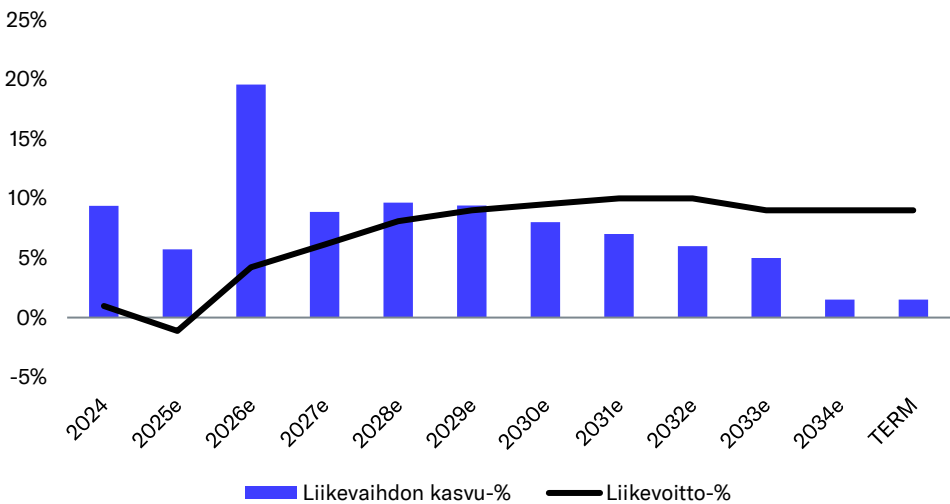
DCF-arvon herkkyys muutoksille riskittömässä korossa



DCF-arvon herkkyys muutoksille terminaalin liikevoittomarginaalissa (EBIT-%)



DCF-laskelman kasvu- ja kannattavuusoletukset



Lähde: Inderes. Huomaa, että terminaaliarvon paino (%) on esitetty käänteisellä asteikolla selkeyden vuoksi.

# IT-palvelumarkkina 1/9

## Iso kokonaismarkkina Pohjoismaissa ja Suomessa

Pohjoismaiden (Ruotsi, Norja, Suomi, Tanska) IT-palvelumarkkinan koko oli Radarin mukaan vajaa 28 miljardia euroa vuonna 2024. Suomen koko IT-markkinan Radar on arvioitunut olevan reilu 7 miljardia. IT-palvelumarkkinan osuus tästä on 4,8 miljardia, joka jakautuu konsultointiin 2,5 miljardia, johdon konsultointiin 0,3 miljardia, pilviratkaisuihin 0,6 miljardia ja ulkoistuksiin 1,2 miljardia. Asiakaskunnittain tämä jakautuu arviomme mukaan edelleen noin 75 % yksityiselle ja 25 % julkiselle sektorille. Markkinan koko ei isossa kuvassa nähdäksemme rajoita seuraamiemme yhtiöiden kasvumahdollisuuksia. IT-palvelumarkkinan ja sen euromääräisen koon määritelmä jatkaa kuitenkin hämärtymistään, kun IT:n ja teknologian rooli jatkaa digitalisaation myötä nousua konehuoneesta liiketoiminnan ytimeen eri toimialoilla. 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 syklistä, kuten on nähty vuosien 2023-25 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 (esim. SAP:n pilvisiirtymä).

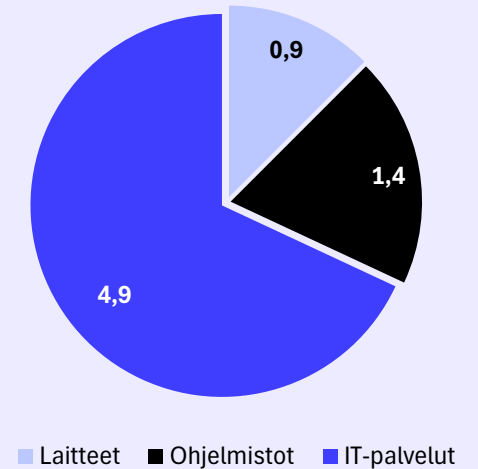
Radar ennustaa Suomen IT-markkinan kasvavan vuosina 2024 ja 2025 kokonaisuudessaan 1,7 % vuosittain ja palveluiden 2,4 % vuosittain. Markkinan sisällä kasvua vetää pilviratkaisut (2021-25e ~10 % vuosittain) ja konsultointi (3,3 %), kun taas ulkoistuspalveluiden volyymi on paikallaan (+0,1 %). Huomioitavaa on myös, että Radarin mukaan konsultointi laski vuonna 2020 16 %, kun taas Helsingin pörssin listatut IT-palveluyhtiön kasvoivat orgaanisesti 8 % vuonna 2020 (2021-22 10 %). Radarin arvioimaa nopeampi kasvu indikoi seuraamiemme yhtiöiden asemoituneen nopeammin kasvaville palvelualueille ja olevan keskimääräistä yhtiötä kilpailukykyisempiä/kriittisemmän toimittajan roolissa.

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

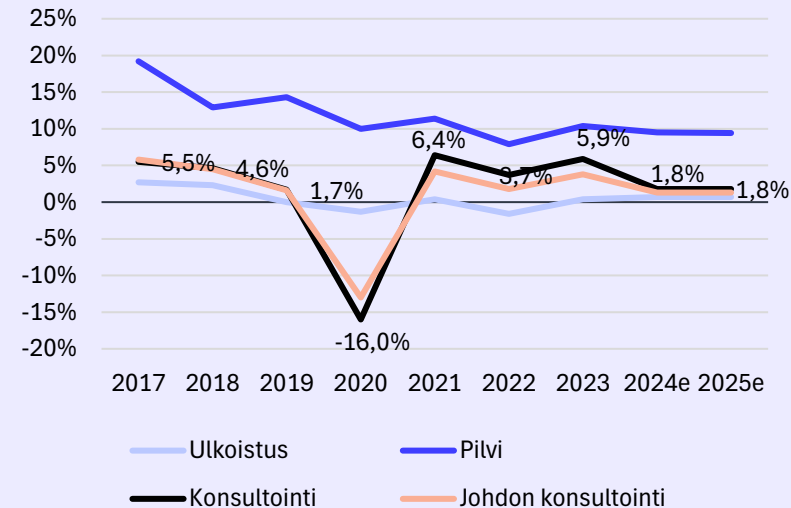
## Lyhyellä aikavälillä markkinassa on epävarmuutta

Odotamme IT-palvelusektorin suorituksen paranevan hieman loppuvuonna 2025. Kysyntäympäristö on kuitenkin edelleen tarkkaileva ja varovainen. Digitalisaation trendi ei ole pysähtynyt ja nopeammin kasvavia alueita löytyy edelleen, koska kriittisten toimintojen kehitystä ei voida pysäyttää. Suurin huolenaiheemme sektorilla on kauppasodasta ja sodista johtuva geopoliittinen epävarmuus sekä edelleen IT-palvelumarkkinalla kovana jatkunut hintakilpailu, erityisesti julkisella sektorilla.

Suomen IT-markkinan jakautuminen vuonna 2024 (mrd.€)



Suomen IT-palvelumarkkinan palveluittain, muutos-%



# IT-palvelumarkkina 2/9

Ennustamme listattujen suomalaisten IT-palveluyhtiöiden orgaanisen liikevaihdon laskevan 3 % vuonna 2025. Vuosina 2019-22 seuraamiemme yhtiöiden orgaaninen kasvu oli keskimäärin 9 % vuosittain ja 2023-24 keskimäärin -1 %.

Liikevaihdon osalta yhtiöjoukossa on vähemmän hajontaa, mutta kannattavuuksien osalta hajonta on suurta. Suomen ja Euroopan odotettu asteittain vahvistuva yleinen talouskehitys sekä korkotason lasku antavat hieman valoa tunnelin päähän ja luovat mielestämme edellytykset asteittain vahvistuvalle kysyntänäkymälle vuonna 2026. Odotamme yksityisen sektorin kääntyvään kohti parempaa ennen julkista sektoria. Kysynnän piristymisen ajoitusta ja kulmakerrointa on kuitenkin vaikea arvioida, mikä pitää epävarmuuden koholla vielä H1'26:lla.

## Markkinan pitkän aikavälin kasvunäkymät ovat edelleen hyvät

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 mielestämme edelleen odottaa kasvavan BKT:ta nopeammin pitkällä aikavälillä.

Markkina elää kuitenkin sykleissä ja yritysten ulkoa ostamien IT-palvelujen määrä voi myös laskea ja hintakilpailu kiristyä, kuten 2022-25 heikentyneessä taloustilanteessa. Kuumina vuosina osajapula tuki osaltaan IT-palveluyhtiöiden kasvua, kun asiakkaat eivät saaneet rekrytoitua ja joutuivat ostamaan haluamaansa enemmän palveluja konsulteilta. Lisäksi on tärkeää huomata, että teknologisen kehityksen myötä nopeasti muuttuvalla IT-palvelualalla syntyy jatkuvasti uusia

kasvualueita, samalla kun aiemmat kasvualueet lähes väistämättä jossain vaiheessa muuttuvat taantuviksi alueiksi. Lisäksi tekoäly on selkeä uhka ja mahdollisuus. Pahimmillaan se voisi disruptoida markkinaa todella pahasti, mutta se myös luo paljon uutta kysyntää.

## IT-investointien muuttuva luonne jakaa markkinaa

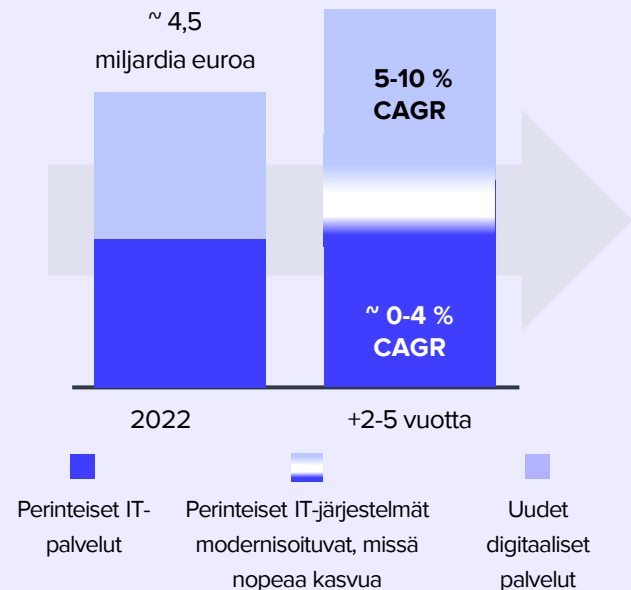
IT-palvelumarkkinan muutosta viimeisen reilun 10 vuoden aikana voidaan havainnollistaa yksinkertaistettuna jakamalla markkina voimakkaasti kasvaneisiin uusiin digitaalisiin palveluihin sekä hiipuvaan perinteiseen tietojärjestelmäkehitykseen. Markkinan murros loi voimakkaan kasvumahdollisuuden monille uuden aikakauden alkuperäisille toimijoille (mm. Futurece, Solita, Reaktor, Siili, Gofore ja Vincit), jotka ovat profiloituneet tarjoamiltaan uusien digipalveluiden kehittäjiksi. Markkinan kahtiajako on nyt kuitenkin muuttumassa epärelevantimmaksi, sillä uusia digitaalisia palveluita ei voida käsitellä liiketoiminnan ydinjärjestelmistä erillisenä ja esimerkiksi kovaa kasvaneen räätälöidyn ohjelmistokehityksen markkinan selkein kasvuvaihe on arviomme mukaan nyt takana.

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 rajapintaratkaisuilla olemassa olevien järjestelmien päälle.

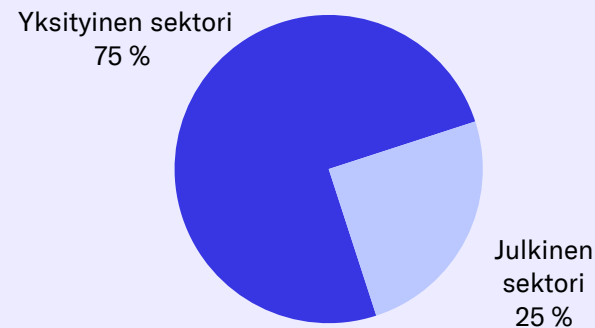
Tämä trendi on vastaavasti palauttanut kilpailuetua perinteisemmille toimijoille, kun taas monet, pääasiassa osajahankinnalla menestyneet digipalveluiden kehittäjät ovat joutuneet arvioimaan strategioitaan uudelleen.



## Suomen IT-palvelu markkina ja kasvukuva



## Markkinan jakautuminen sektoreittain



# IT-palvelumarkkina 3/9

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 tekoälyn ja teknologian kompleksisuuden nousun myötä sekä nopean kehityksen takia muutosten ennustamisesta tulee yhtiöille vaikeampaa. Tämän takia mielestämme reagointi- ja muutосkyky on erittäin tärkeä kilpailukykytekijä.

## Markkinassa kolme erilaista aluetta

Olemme jakaneet IT-palvelumarkkinan kolmeen eri osioon seuraavasti:

**Uusien digitaalisten palveluiden markkina**, joka käsittää uusien digitaalisten palveluiden kehityksen (design, data & analytiikka, räätälöity ohjelmistokehitys, tekoäly jne.). Tämä on ollut markkinan voimakkaimmin kasvava osa-alue, joka on käytännössä syntynyt vasta 2010-luvulla. Räätälöity ohjelmistokehitys oli aikaisemmin vahva kasvualue, mutta kysyntä on nyt selvästi vähentynyt. Nimekkäitä toimijoita digitaalisten palvelujen markkinalla ovat muun muassa Reaktor, Futurice, Nitor, Siili, Vincit ja Gofore, minkä lisäksi suuret IT-generalistit ovat lähteneet panostamaan tälle alueelle. Markkinalle 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-fusion

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 ja monien uusien ohjelmistojen vahva kasvu on kuitenkin myös luonut markkinalle nopeasti kasvavia alueita.

**IT-alustojen markkina**, joka kattaa pääasiassa infrastruktuuripalvelut (paikallinen, hybridi ja pilvi) sekä ICT-ulkoistuksen. Tämä markkina on ollut lähinnä generalistien (kuten Tieto, 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, tekoäly (merkitys kasvaa räjähdysmäisesti), integraatio, tietoturva sekä ohjelmistorobotiikka. Uusien digitaalisten palveluiden kehitykselle ominaista ovat matalat alalle tulon kynnykset, kun taas taustajärjestelmä-osaamista on vaikeampi hankkia.

Pidemmän aikaa jo 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

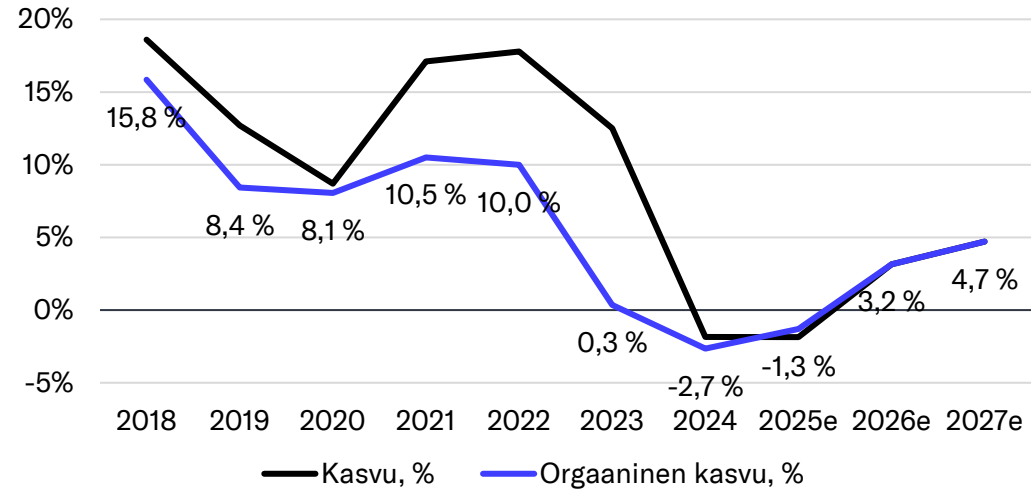
toimittaa niitä. Näin toimittajat pääsevät syvemmälle asiakkaaseen ja strategiseksi kumppaniksi. Tämä vaati kuitenkin aikaa. Suuntaus on näkynyt markkinalla lukuisina yrityskauppoina. Lisäksi monet IT-konsultit pyrkivät laajentumaan strategiatason konsultointiin, joskin vaihtelevalla menestyksellä.

Selkeä suuntaus sektorin toimijoilla on myös elinkaariajattelu, sillä monet uudet toimijat pyrkivät nyt rakentamaan kyvykkyyden tarjota ohjelmistoylläpitoa. Lisäksi asiakkaiden ostaminen jatkaa siirtymää ohjelmistokehitysprojekteista kohti jatkuvaa ohjelmistokehitystä, mikä muuttaa markkinan luonnetta. Tämä trendi on vahvistunut viimeaikoina, kun toimittajia on keskitetty, jolloin vahvat osaamiset ja asiakassuhteet, kattava palvelutarjooma ja ylläpitovahvuus nousevat esiin.

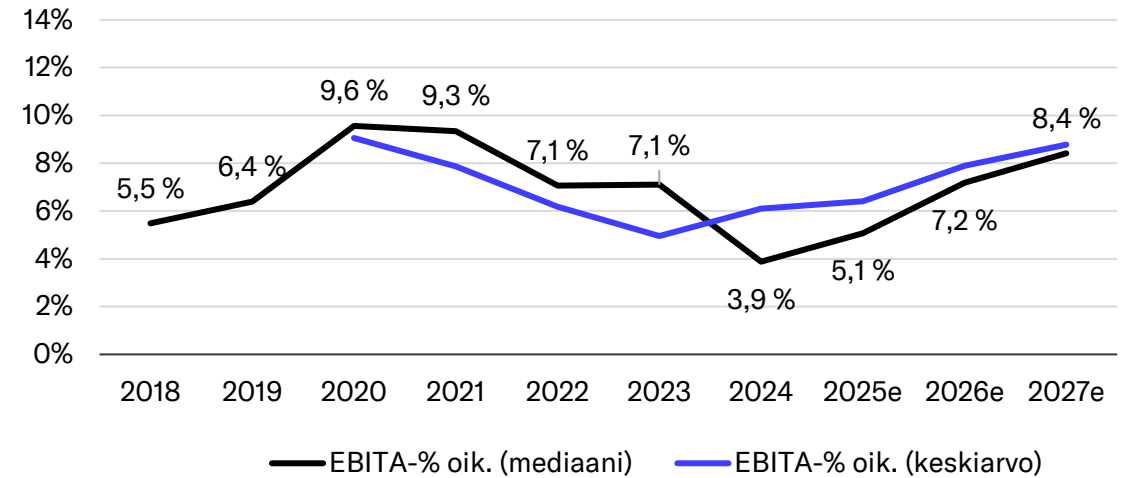
Yhteistä kaikkien keskusuurten ja suurten toimijoiden strategioille on myös pyrkimys liiketoimintakriittisemmän kumppanin asemaan asiakkaissa ja viime vuosina toimialafokusten terävöityminen. Pienten ohjelmistokehittäjien osaaminen ja tarjonta ei tällöin yksinään ulotu riittävän syvälle asiakkaan IT-järjestelmiin ja prosesseihin. Tämä kehitys voi osaltaan kiihdyttää markkinan konsolidaatiota. Markkinan osoittaessa heikkoutta vahvimmat asiakassuhteet omistavat yhtiöt pärjäävät tyypillisesti parhaiten, kuten viime vuosina on nähty. Näemmekin Suomen IT-palvelumarkkinan kehittyvän vahvemmin suuntaan, jossa perinteisten ja uusien toimijoiden tiet risteävät ja raja uuden ja perinteisen IT:n välillä jatkaa hämärtymistään.

# Pörssilistatun IT-palvelusektorin kehitys ja ennusteet Suomessa

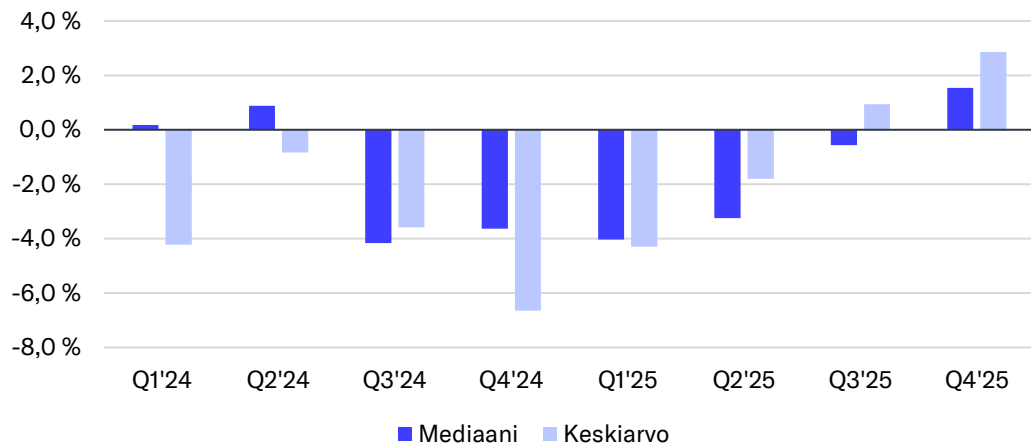
## Suomen listattu IT-palvelusektori, liikevaihto



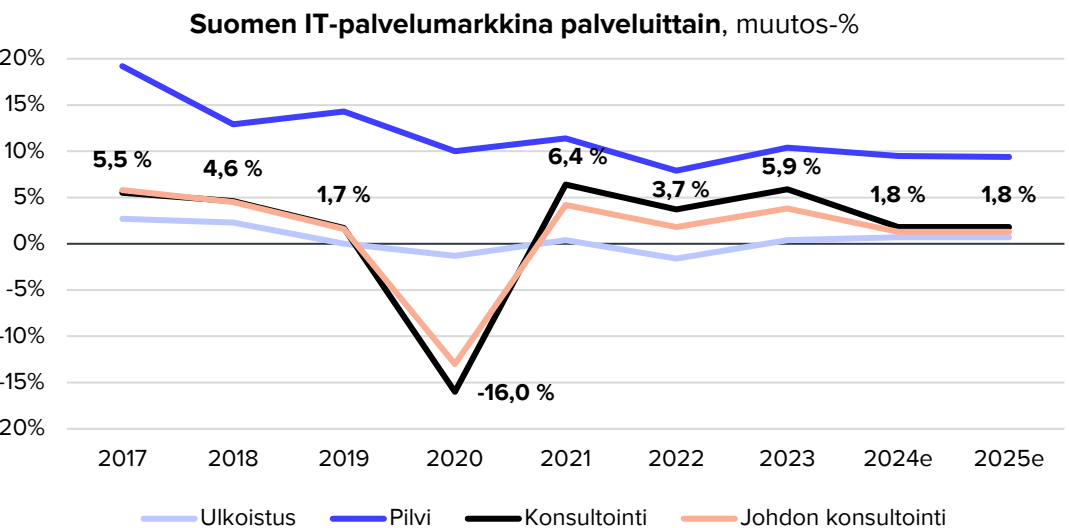
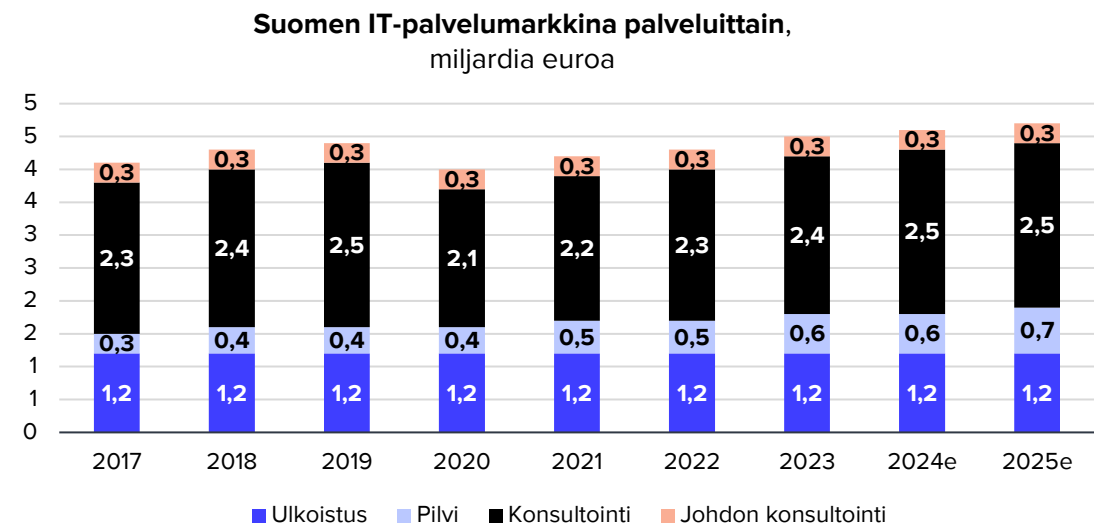
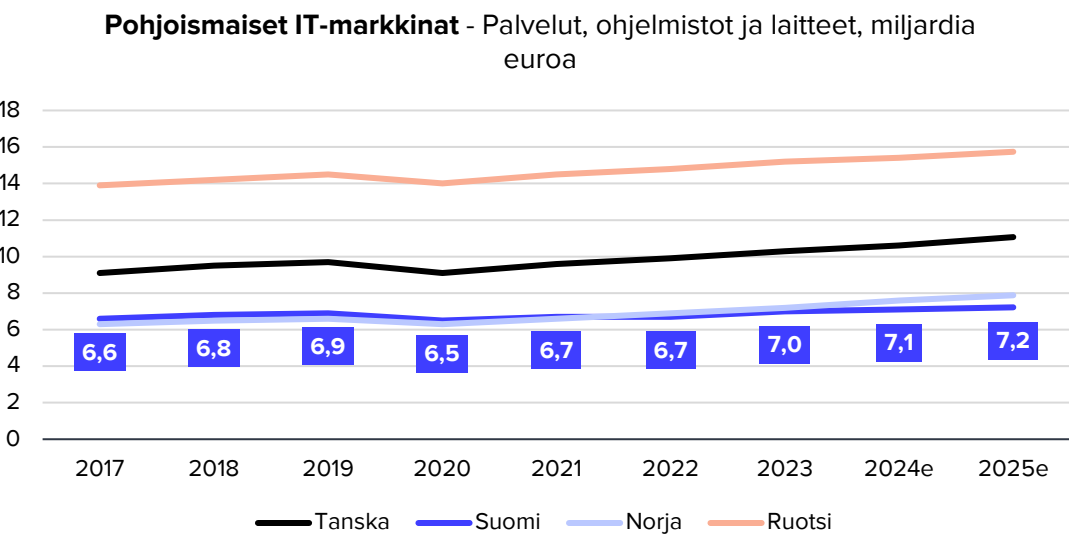
## Suomen listattu IT-palvelusektori, kannattavuus



## Kvartaalikohtainen kasvu-%



# Pörssilistatun IT-palvelusektorin kehitys ja ennusteet Suomessa



# IT-palvelumarkkina 4/9

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

IT-markkinan kovin kysyntä on jo vuosia ollut uusien digitaalisten palveluiden kehittämisessä. 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. Näin 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.

Taustajärjestelmissä ja ylläpidossa kilpailukenttä on huomattavasti vakiintuneempi, alalle tulon kynnys korkeampi ja asiakassuhteet pitkäkestoisia. Lisäksi taustajärjestelmiin vaadittavien kyvykkyysien 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:

**Tekoölyosaamisen (AI)** markkina on ollut nopeassa kasvussa viime vuodet. Viimeaikoina markkina on ottanut nopeita harppauksia mm. generatiivisen tekoölyn hyvin nopean kehityksen kautta ja lähes kaikki toimijat pyrkivät hyödyntämään tekoölyä. Ensimmäisessä aallossa tuottavuus

paranee (tekoölyavusteista kehitystä), mutta epävarmaa on vielä se, miten hyöty jakautuu toimittajan ja asiakkaan välillä. Toisessa aallossa tulevat uudet liiketoimintamahdollisuudet. Tekoölyprojekteja tehdään jo, mutta volyyymi on vielä pientä ja suuri osa ei mene tuotantoon. Tulevina vuosina tulee tarkentumaan, mihin tekoöly vaikuttaa ja mihin ei. Kokonaisuudessaan vaikutus tulee todennäköisesti kuitenkin olemaan merkittävä useamman vuoden tähtäimellä. Kestävää selvää kilpailuetua tekoölyllä on IT-palvelutoimittajan arviomme mukaan vaikeaa luoda normaalissa kehityksessä ja mahdolliset erot tasoittuvat ajan myötä. Nähdäksemme kuitenkin ne yhtiöt, jotka kykenevät rekrytoimaan kovia tekoölyosaajia ja profiloitumaan tällä sektorilla aikaisessa vaiheessa voivat luoda itselleen kilpailuetua. Tekoöly luo samalla selkeän disruptiuhan, etenkin ohjelmistokehitykselle. Digital Workforce panostaa voimakkaasti tekoölyyn ja tekoölyagentteihin.

**Data ja analytiikka** on yksi markkinan kuumimmista trendeistä. Hyvälaatuisesta datasta on tullut yhä useammalla toimialalla strateginen kilpailutekijä ja edellytys tekoölyratkaisuille. Useat toimijat ovatkin viime vuosina nostaneet sen keskiöön strategioissaan. Haasteena asiakkailla on yhdistää data siiloutuneesta tietohallinnosta läpi koko organisaation toimintoihin. Voittajia ovat IT-yhtiöt, jotka kykenevät yhdistämään data-alustaosaamisen, analytiikan, tekoölyn ja liiketoiminnan ymmärryksen. Tämä on kriittinen kyvykkyys ja häviäjiä ovat taas ne jotka eivät tätä pysty rakentamaan.

**Tietoturva ja turvallisuusasiakkaat** on vielä suhteellisen pieni osa IT-palvelutoimittajien tarjoamissa, mutta se on datan tavoin nousemassa yhä vahvemmaksi kilpailutekijäksi. Tekoölyn kehitys antaa myötätuulta myös tietoturvan kysynnälle. Ostajat keskittyvät yhä enemmän tietoturvaan ja

tämän osaamisen tai sertifiointien puuttuminen on toimittajalle selkeä maineriski. Geopoliittinen tilanne on entisestään lisännyt kysyntää. Useat sektorin yhtiöt ovat investoineet ja investoivat tietoturvakyvykkyksiinsä, mutta toivottu kysyntä ei ole realisoitunut ja laskutusasteet ovat laajalti vielä matalat.

**Automaatio ja ohjelmistorobotiikka** ovat myös nousemassa palvelualueina tärkeämpään rooliin. Automaatio yhdessä tekoölyn kanssa 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).

**Toimittajia keskitetään:** Tässä vahvoilla ovat pitkäaikaiset strategiset kumppanit, toimialaosaamista omaavat yhtiöt, kriittisen osaamisen vahvat tekijät ja ne, joilla on laaja palvelutarjoama. Voittajat saavat siis jatkossa suuremman osan asiakkaan ostoista. Häviäjiä ovat toimittajat jotka tekevät vähemmän kriittisiä toimintoja, pienet toimittajat sekä alihankkijat. Keskittäminen aiheuttaa myös nähdäksemme hintapainetta ainakin lyhyellä aikavälillä, mutta keskittämisen voittajilla volyymit nousevat.

**Toimialafokus** on noussut useamman yhtiön strategian keskiöön viime vuosina. Tämä on siten luonnollista, että se rakentuu tyypillisesti jo olemassa olevien toimialojen ympärille, jossa yhtiöillä on kilpailuetuja. Vahva toimialaosaaminen helpottaa myös yhtiön nousemista asiakkaan strategiseksi kumppaniksi. Tämä korostuu, kun rajuinta kilpailua ei käydä osaajista, jolloin asiakkaiden vaatimustaso konsulteille kasvaa.

# IT-palvelumarkkina 5/9

**Low-code- ja No-Code-ohjelmistokehitys** on tullut viime vuosina yhä yleisemmäksi ja nopea tekoälykehitys on entisestään tukenut tätä trendiä. Kehitys disruptoi 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.

**Laajan palvelutarjooman** kilpailuedut vahvistuvat tällä hetkellä selvästi. Asiakkaan kompleksisuuden kasvaessa, vaatii se laajempaa IT-palvelutarjoajaa. Perinteisten puhtaiden resurssivuokraajien tarve tulee vähenemään, kun tekoäly ja talon sisäiset osaajat tekee resurssivuokraajien ohjelmistokehitystöitä.

**Alihankintaverkoston** rakentaminen oli yksi keskeisiä trendejä, kun kilpailu osaajista kävi kuumana. Kovimman osaajakilpailun laannuttua alihankinnan merkitys on hieman vähentynyt. Kriittistä ja vaikeasti rekrytoitavaa osaamista tarvitaan kuitenkin edelleen, jolloin alihankinnan rooli on yhä relevantti. Lisäksi se tuo arvokasta joustomahdollisuutta kapasiteettiin. Digital Workforce alkoi vuonna 2023 käyttämään alihankintaa.

**Near-shore** kyvykkyyksien rakentaminen on ollut yksi selkeä viime vuosien trendi. Korona-ajan etätyön normalisointi mahdollisti tämän käytön entistä laajemmin. Kustannustaso (palkat) nearshore-maissa on kuitenkin myös kasvanut, mutta on yhä Pohjoismaita jäljessä.

**In-house trendi** on jatkanut kasvuaan yritysten digitaalisen maturiteetin kasvaessa ja osaajakilpailun laannuttua. Digitaalisesti kyvykkäät asiakkaat haluavat itse johtaa ja

pitää käsissään niiden arvonluonnin kannalta liiketoimintakriittisten IT-järjestelmien kehityksen. Trendin suunta on selkeä, mutta tämä trendi elää myös aalloittain, riippuen osaajien saatavuudesta ja asiakasorganisaatioiden investointisykleistä.

**Käyttäjäkeskeisyyden 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. Tekoälyn disruptiivuhka alueelle on korkea.

**Monien hype-termien volyymit jääneet vielä pieniksi, mutta tilanne voi muuttua.** Näkyvimpiin termeihin liittyvien palveluiden (VR, AR, IoT jne.) volyymi on vielä pientä sektorin tasolla. Näistä kuitenkin muodostunee seuraavan viiden vuoden tähtäimellä merkittäviä palvelualueita.

**Innovatiiviset kehityshankkeet** ovat kalliimman rahoituksen myötä vähentyneet dramaattisesti. Nyt tehdään enemmän tehostavia sekä liiketoimintakriittisiä hankkeita.

**Pilvimurros** on edelleen trendi, vaikka voimakkain siirtymä alkaa olemaan takana. IT-toimintoja viedään edelleen pilveen, koska se on usein kustannustehokasta, joustavaa ja edellytys uusille digitaalisille liiketoimintamalleille. Lähes kaikki IT-palvelutalot omaavat jossain määrin pilviosaamista, mutta parhaiten pärjäävät ne, joilla on vahvaa omaa osaamista pilviteknologioissa. Suurin pilvisiirtymä alkaa olemaan takanapäin Pohjoismaissa ja nyt aletaan siirtymään jatkuvaluonteiseen pilvipalveluun/ylläpitoon.

**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 offshoren ja erityisesti near-shoren hintaetu on pienentynyt voimakkaamman palkkainflaation myötä. Häviäjiä ovat toimijat, joiden kilpailukyky on perustunut offshoren kustannustehokkuuteen. Hintaetua kuitenkin on edelleen. Hyötyjiä ovat toimijat, jotka pystyvät yhdistämään paikallisen läsnäolon ja saavuttamaan riittävän kustannustehokkuuden nearshore-/offshore-resursseilla. Digital Workforce soveltaa sekä ohjelmistorobotiikkaa ja hyödyntää near-shore kyvykkyyttä.

**Suuria, monivuotisia korkean riskin ERP-käyttöönottoprojekteja (SAP, Oracle, IBM)** ei tehdä samassa laajuudessa ja markkinan luonne on 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-palvelumarkkina 6/9

**Liiketoimintalähtöisen ostamisen yleistyessä ja myös tekoälyn** myötä IT-yhtiöt etsivät uusia arvontuottoon pohjautuvia ja skaalautuvampia hinnoittelumalleja saadakseen irrotettua liiketoimintamallinsa heikosti skaalautuvasta asiantuntijaresurssien myynnistä. Tämä on kuitenkin historiallisesti ollut vaikeaa. Tekoäly voi pakottaa yhtiöt muuttamaan hinnoittelulogiikkaansa pois time- & materia pohjaisesta hinnoittelusta.

**IT-budjettien omistus** asiakkailta on siirtynyt pitkälti CIO-roolista yhä enemmän liiketoimintajohtajien ja markkinoinnin rooliin. Hyötyjiä ovat asiakkaan liiketoimintaa ja toimialaa ymmärtävät toimijat, mitä kuvastaa myös se, että IT-toimittajat ovat fokuoituneet yhä enemmän toimialoittain.

## **Osaajapula, palkkainflaatio ja asiakashinnat ovat pähkinä ratkottavaksi sektorilla**

Yhtälö on syklistä riippumatta haaste ratkottavaksi, painopisteet ja haasteen ydin vaan muuttuu syklistä riippuen. Nyt, heikommassa asiakaskysyntäympäristössä haaste on laskevat asiakashinnat ja se, ettei palkkainflaatio jousta samalla tavalla. ”Normaalissa” markkinassa 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 vaikeammaksi. Senioriosaajissa on kyettävä erottautumaan muilla kuin palkkaan liittyvillä tekijöillä. Tällaisia tekijöitä on perinteisesti ollut mielenkiintoiset asiakasprojektit ja oman urakehityksen kannalta hyvä työympäristö. Osaajista on myös kyettävä pitämään kiinni ja henkilöstön vaihtuvuus minimoimaan. Osaajapulaa voidaan sektorilla ratkoa lisäämällä ja rakentamalla alihankintaverkostoja.

Nyt lyhyellä aikavälillä osaajista ei ole pulaa, vaan niitä on ollut hyvin saatavilla vuosina 2022-25. Markkinatilanteen ja kysynnän jälleen normalisoituessa odotamme osaajapulan jälleen palautuvan, mutta ei yhtä rajuna kuin aiemmin, ainakaan keskipitkällä aikavälillä. Odotamme osaajapulan olevan jatkossa aiempaa palvelualuekohtaisempaa (esim. nyt kokeneet tekoälyosaajat ja dataosaajat).

Palkkainflaatio on eri yhtiöiden kanssa käymiemme keskusteluiden perusteella ollut vuosina 2020-2024 1-6 % välillä osaamispainotuksesta riippuen. Teknolוגiateollisuuden kolmevuotisen työehtosopimuksen myötä palkat nousevat 2,5 %, 2,9 % ja 2,4 % vuosina 2025-27. Vuonna 2025 Tietoevry odottaa palkkainflaation olevan 4-5 % (2022-24 4 -5 %), mutta sitä ajaa off-shore maiden korkeampi palkkainflaatio ja näin se on Pohjoismaissa matalampaa. Goforen palkkainflaatio oli vuosina 2021-24 6,1 %, 2,9 %, 3,6 % ja 1,0 %. IT-palvelusektorilta Goforella (vuoden 2022 alusta), Siilillä, Vincitillä ja Innofactorilla on omat työehtosopimukset, jotka osin hillitsevät palkkainflaatiota. Lyhyemmällä aikavälillä hidastunut kysyntätilanne hillitsee palkkainflaatiota, kun heikossa talousympäristössä vaihtuvuus tyypillisesti pienenee, mutta samanaikaisesti viime vuosien korkea inflaatio aiheuttaa lisäpainetta palkankorotuksille. Osittain tätä pyritään hillitsemään maantieteellisesti halvempaa työvoimaa käyttäen, mikä ei kuitenkaan pitkällä tähtäimellä ole kestävä ratkaisu ongelmaan. Lisäksi nyt uudet työntekijät ovat lähtökohtaisesti lähtijöitä halvempia, mikä hillitsee palkkainflaatiota.

Asiakashintojen kehitys on vuosien ajan ollut sektorien kommenttien perusteella 0-2 % ja näin ollen selvästi palkkainflaatiota maltillisempaa. Viimeisen kahden vuoden

aikana asiakashinnat ovat kuitenkin laskeneet, joillain tarjooma-alueilla jopa selvästi, mikä luo selvää painetta kannattavuuteen. Asiakashintojen paine on tällä hetkellä selkein näkemämme riski sektorilla. Henkilöstökulut vastaavat sektorilla karkeasti noin 2/3-osaa kuluista ja vertailu palkkainflaation kanssa ei täten mene yksi yhteen, mutta efekti on 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.

## **Markkinan tulevilta voittajilta odottamamme piirteet**

IT-markkinan selkeimpiä voittajia viimeisen kymmenen 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 vahvasti asiakkaista, kun aikaisemmin taisteltiin suurelta osin osaajista. Näkemyksemme mukaan sektorin menestystekijät muuttuvat ja voittajia seuraavan viiden vuoden aikana ovat:

**Vahvojen asiakkuuksien omistajat**, joilla on strategisen kumppanin rooli asiakkaissa, toimialaosaamista, 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.

# IT-palvelumarkkina 7/9

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

**Datasta ja analytiikasta on tullut 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 sekä koneoppimisen laajemman ja tehokkaamman käytön.

**Yhtiöt, jotka kykenevät profiloitumaan todellisina tekoälyosaajina.** Tämä tarkoittaa yksinkertaistetusti tekoälyn oikeanlaista soveltamista asiakkaan liiketoimintaan ja uusien tekoälyvetoisten palveluiden luomista. Nämä yhtiöt pystyvät arviomme mukaan kasvamaan vahvemmin ja kannattavammin. Toki perustaso tekoälyosaamisessa on välttämätön kaikille, jotta markkinassa pystyy pidemmällä aikavälillä toimimaan.

**Jatkuvaan uudistumiseen kykenevät yhtiöt.** IT-palvelumarkkina on jatkuvan teknologisen muutoksen keskellä. Muutoksiin reagoiminen ja niiden ennakkoon tunnistaminen on oman menestymisen kannalta kriittistä. Teknologian kiihtyvässä muutosvauhdissa myös osaajien muutuskkyvykkyys nousee avainrooliin. Tässä uudistumisharjoituksessa epäonnistuminen vaikuttaisi suoraan nykyisiin asiakassuhteisiin, uusien asiakkaiden hankkimiseen, suhteelliseen kilpailuasemaan ja siten pidemmän aikavälin arvonluontikykyyn. Mielestämme sektorilla kilpailukyvyn onkin rakennuttava jatkuvan muutuskkyvyyden varaan. Tämä vaatii yhtiöiltä myös hyvin dynaamisia organisaatiomalleja, jotka kykenevät jatkuvaan uudistumiseen.

## Pääomakevyt liiketoimintamalli ja vahvan kassavirran uudelleenallokointi

IT-palveluliiketoiminta on pääomakevyttä. Orgaaninen kasvu sitoo hyvin vähän pääomaa, ja investoinnit (esim. myyntikapasiteetin kasvattaminen) kirjataan tyypillisesti tuloslaskelmaan. Tämän seurauksena yhtiöiden kassavirtojen pitäisi olla vahvaa. Yritysosot ovat käytännössä ainoa merkittävä pääoman sitoutumisen muoto. Kassavirran tuottava uudelleeninvestointi liiketoimintaan on ollut sektorilla haastavaa viime vuosina, kun sopivien yritysostokohteiden löytäminen järkevään hintaan on ollut vaikeaa.

Tässä kontekstissa olisi luonnollista jakaa osa tai jopa merkittävä osa kassavirrasta osinkoina omistajille. Tai verotehokkaana voitonjakona ostaa omia osakkeita, erityisesti silloin, kun osakkeiden arvostustaso on matala. Monien seuraamiemme yhtiöiden osakkeen likviditeetti on kuitenkin matala, mikä vaikeuttaa merkittäviä omien ostoja. Tällöin vaihtoehtona on jakaa kassaa osinkoina omistajille, kuten monet IT-palveluyhtiöt ovat tehneet.

## Yrityskaupat ja konsolidaatio jatkuvat

IT-palvelusektorin konsolidaatio oli aktiivista läpi viime vuosikymmenen. Koronan myötä yritysjärjestelymarkkina viileni ja parani hetkeksi koronan helpotettua. Geopoliittisten riskien ja korkojen noustua markkina jälleen viileni ja on edelleen melko kylmänä Suomessa, vaikka pieniä merkkejä on piristymisestä. Monet sektorin yhtiöt olisivat arviomme mukaan kuitenkin halunneet jatkaa aktiivisemmin myös epäorgaanista kasvua ja saada vahvat taseet tuottavaan työhön. Ostajien ja myyjien näkemyserot ovat kuitenkin jo useamman vuoden olleet liian kaukana toisistaan.

## Kilpailukyvyn lähteet markkinalla

- Erityisen tärkeitä ovat vahvat myynti- ja asiakaspalvelukyvykkyudet kilpailun siirryttyä jälleen vahvasti osaajista asiakkaisiin
- Jatkuva uudistumiskyky
- Elinkaaritarjoama
- Kuumat osaamisalueet:
  - Tekoäly
  - Transformaatiokyvykkyys
  - Datan hyödyntäminen
  - Kyberturva
- Ketteryyt ja nopeus
- Osaajien kyvykkyudet (CV)
- Rekrytointikyvykkyys

## Lisäarvon lähteet markkinalla

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

# IT-palvelumarkkina 8/9

Isossa kuvassa pääosalla sektorin yhtiöistä kiinnostus yritysjärjestelyihin on suuri. Konsolidaatiota ajaa halu osaamisportfolion laajentamiseen, maantieteelliseen laajentumiseen, asiakashankintaan 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 yleensä huono syy yritysostoille, ja suurin hyöty tulee näkemyksemme mukaan osaamisportfolion laajentumisen myötä, mikä vahvistaa kilpailukykyä sekä tuottaa liikevaihtosynergioita.

Nykyisessä markkinatilanteessa, jossa osaaajia pystytään hyvin rekrytoimaan, on erityisen tärkeätä saada muita selkeitä synergiaelementtejä. Yritysosto pelkän toimituskapasiteetin vahvistamiseksi on mielestämme vaikea perustella nykytilanteessa. Yritystoston onnistumiseksi on tärkeää, että strategiat ja kulttuurit sopivat yhteen.

Pääosalla sektorin yhtiöistä on vahvat taseet ja lähes kaikilla terve kannattava liiketoiminta, joka vahvistaa edelleen tasetta. Oman osakkeen käyttö yritysostojen rahoituksessa on myös mahdollista, ja monet yhtiöt ovat myös käyttäneet tätä mahdollisuutta. Usean yhtiön arvostustaso on kuitenkin

tällä hetkellä 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 nollakorkoajoista, kun huomioidaan vahvat taseet ja yhtiöiden vahva kassavirta. Maltillinen velkavipu parantaisi myös oman pääoman tehokuutta.

Pääomasijoittajat ovat myös edelleen aktiivisia ja rakentavat IT-osaajataloja. Useampi vuosi sitten Triton osti Ruotsissa listatun HiQ:n. Lisäksi useat pääomasijoittajat ovat jatkaneet pienempien IT-palveluyhtiöiden konsolidointia. Viimeinen suurempi transaktio on Innofactorin osto ulos pörssistä (CapManin rahasto ja Innofactorin toimitusjohtaja ostajina). Osto toteutui sen hetkisillä 2024 ennusteillamme EV/L 0,8x, P/E 16x ja EV/EBIT 13x arvostukseen.

Digipalveluiden kehityksen markkinan siirtyessä nyt kypsempään vaiheeseen ja IT-markkinan eri osa-alueiden yhdyntyessä on laajempi konsolidaatio todennäköistä, kuten Tiedon ja EVRYn sekä KnowITn ja Cybercomin fuusiossa nähtiin. Pidämme mahdollisena ja kiinnostavana skenaariona kahden keskimarkkinan toimijan yhdistämistä 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 osti Nixun noin 1,5-1,6x EV/S-kertoimella, mikä on korkea taso heikentyneessä markkinassa ja nykyisellä korkotasolla.

Digital Workforcella yritysostot ovat keskeinen osa strategiaa ja laajentumista. Yhtiö on toteuttanut nyt 2 ostosta. Taloudelliset tavoitteet odottavat uusia yritysostoja. Yhtiö voisi hyvinkin olla myös itse ostokohde, mutta tällöin hintalapun tulisi arviomme mukaan jo hinnoitella onnistunutta tulokäännettä.

Digital Workforcen seuraavan 5 vuoden oman arvonaluonnin kannalta olennaista on kuitenkin operatiivisen tekemisen parantaminen.

|                                    | Digia | Gofore | Loihde | Netum | Siili    | Solteq | Tietoevry   | Vincit | Digital Workforce | Witted |
|------------------------------------|-------|--------|--------|-------|----------|--------|-------------|--------|-------------------|--------|
| Kiinnostus järjestelyihin          | 4     | 4      | 3      | 3     | 4        | 4*     | 4           | 5      | 5                 | 4      |
| Tarve järjestelyille               | 2     | 2      | 2      | 2     | 3        | 3*     | 2*          | 2      | 4                 | 3      |
| Tase mahdollistaa yritysostot      | 3     | 5      | 4      | 2     | 3        | 1      | 3           | 5      | 5                 | 3      |
| Kiinnostava ostokohde              | 3     | 3      | 2      | 3     | 2        | 4      | 1           | 4      | 5                 | 2      |
| Yritysjärjestely vuosina 2024-2025 | Osto  | Osto   | Osto   | Ei    | Osto +** | Myynti | Osto/Myynti | Ei     | Osto              | Ei     |

1=matalin, 5=korkein. \*Yritysmyyntiä suurempi kiinnostus, \*\*vähemmistöjä ostettu  
Lähde: Inderes arvio

# IT-palvelumarkkina 9/9

## Viimeisimpien tuloskausien huomiot

Asiakaskysynnän epävarmuus realisoitui laajemmin sektorilla alkuvuonna 2023 ja on vaikuttanut selvästi kaikkiin sektorin yhtiöihin. Yhtiöt, joilla on suuri paino räätälöidyllä ohjelmistokehityksellä ja yksityisellä sektorilla, ovat kärsineet suhteellisesti enemmän. Nyt kaikki yhtiöt ovat joutuneet reagoimaan muuttuneeseen tilanteeseen muutosneuvotteluin ja kuluja karsimalla. Viime neljänneksinä liikevaihdon lasku on loiventunut, mutta kannattavuus on ollut seurantajaksomme matalimmalla tasolla. Ennustamme liikevaihdon laskevan -1 %:n, orgaanisesti -3 % ja kannattavuuden olevan vertailukauden tasolla vuonna 2025.

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

- Orgaaninen mediaanikasvu putosi vuonna 2024 -3 %:iin (2023: 0 %). Q3:lla liikevaihto laski -2 %.
- Keskiarvokannattavuus laski ja oli 6 % vuonna 2024. Q3:lla kannattavuus oli sektorilla 5 %, mikä on heikko taso.
- Suomen IT-palvelusektorin Q3’25-yhteenveto on luettavissa [tästä](#) ja Q2’25-yhteenveto on luettavissa [tästä](#). Koko pohjoismaiden Q2’25-vertailu on luettavissa [tästä](#).

## Sektorin lyhyen aikavälin näkymät

IT-palvelusektorin yhtiökohtaiset Q3-raporttien jälkeen päivitetty 2025 ja 2026 ennusteet ovat nähtävissä taulukosta oikealla. Keskeisiä huomioita lyhyen aikavälin näkymistä:

- Markkinatilanne on edelleen epävarma, ja se näkyy sektorilla kysynnän hiipumisena sekä erityisesti hintakilpailuna. Lähes kaikki yhtiöt ovat mukana hintakilpailussa ainakin joissain kilpailutuksissa. Näkemyksemme mukaan hintakilpailun jatkuminen tai kiristyminen on keskeisin riski sektorilla. Pidempään jatkunut hintakilpailu on uinut sisään tilauskantoihin ja tästä syystä elpyminen tulee olemaan hidasta.

- Hyvin tai tyydyttävästi suhteessa vaikeaan markkinatilanteeseen, ovat pärjänneet ne yhtiöt, joilla on jatkuvaluonteista liikevaihtoa, pitkiä sopimuksia, syvät ja strategiset asiakassuhteet sekä toimivat julkisella sektorilla. Yleisesti ottaen ne, jotka tekevät asiakkaiden liiketoimintakriittisiä ratkaisuja. Heikommin taas ovat pärjänneet yhtiöt, joilla on yksityisellä sektorilla ja räätälöidyllä ohjelmistokehityksellä suuri paino. Tämä kahtiajakoisuus näkyi viime vuonna kasvussa, mutta etenkin kannattavuudessa. Nyt tilanne alkaa muuttumaan eri asentoon, kun julkisen sektorin hintakilpailu on erittäin tiukkaa ja yksityisen sektorin kysynnän pohja taas näyttäisi olevan takana.
- Kilpailu on siirtynyt voimakkaasti tekijöistä asiakkaisiin.
- Laskeva vaihtuvuus, tekijöiden parempi saatavuus ja kysynnän epävarmuus ovat hillinneet palkkainflaatiota, mutta eivät kuitenkaan riittävästi kompensoidakseen hintapainetta.
- Useiden yhtiöiden vuosina 2024-25 toteutetut kustannussäästöt tukevat kannattavuuksia vuosina 2025-26.
- Tekoäly on kaikkien huulilla, ja se kiinnostaa myös, koska sillä on mahdollista saavuttaa asiakkaalle kustannussäästöjä ja tehostaa myös toimittajien työtä. Kokonaisuutena tekoälyyn liittyvä kysyntä kasvaa kovaa, mutta on yhä volyymiltaan pieni palvelualue. Lähivuosina tekoäly avaa uusia kasvumahdollisuuksia ja se kytkeytyy osaksi lähes kaikkia palveluja. IT-palveluyhtiöiden on mielestämme isossa kuvassa kuitenkin vaikeaa hakea tekoälystä selkeää ja kestävää kilpailuetua toisiinsa ja se on myös disruptioriski.
- Henkilöstömäärän lasku on hiipunut, mikä indikoi pohjien olevan lähempänä.
- Isossa kuvassa sektorin kehitys kokonaisuutena on nähdäksemme riippuvaista yleisen taloustilanteen kehittymisestä.

| Q3'25                 | Kasvu, % | Orgaaninen kasvu, % | EBITA-% oik. | EBITA-% oik. |
|-----------------------|----------|---------------------|--------------|--------------|
|                       | Q3'25    | Q3'25               | Q3'25        | Q3'24        |
| Digia                 | 8 %      | 0 %                 | 11,4 %       | 12,5 %       |
| Digital Workforce     | 0 %      | 0 %                 | 4,0 %        | 2,2 %        |
| Gofore                | 5 %      | -3 %                | 8,7 %        | 11,2 %       |
| Loihde                | 2 %      | 2 %                 | 3,7 %        | 3,9 %        |
| Netum                 | -23 %    | -23 %               | 1,7 %        | 14,8 %       |
| Siili                 | -1%      | -3 %                | 2,4 %        | 2,9 %        |
| Solteq                | -9 %     | -5 %                | 1,0 %        | 5,4 %        |
| Tietoevry             | 4 %      | -1%                 | 15,2 %       | 12,8 %       |
| Vincit                | -22 %    | -22 %               | 0,2 %        | 4,0 %        |
| Witted                | -1%      | -1%                 | 0,1 %        | 2,1 %        |
| Suomalaiset keskiarvo | -3,6 %   | -5,5 %              | 4,8 %        | 7,2 %        |
| Suomalaiset mediaani  | -0,2 %   | -1,8 %              | 3,0 %        | 4,7 %        |

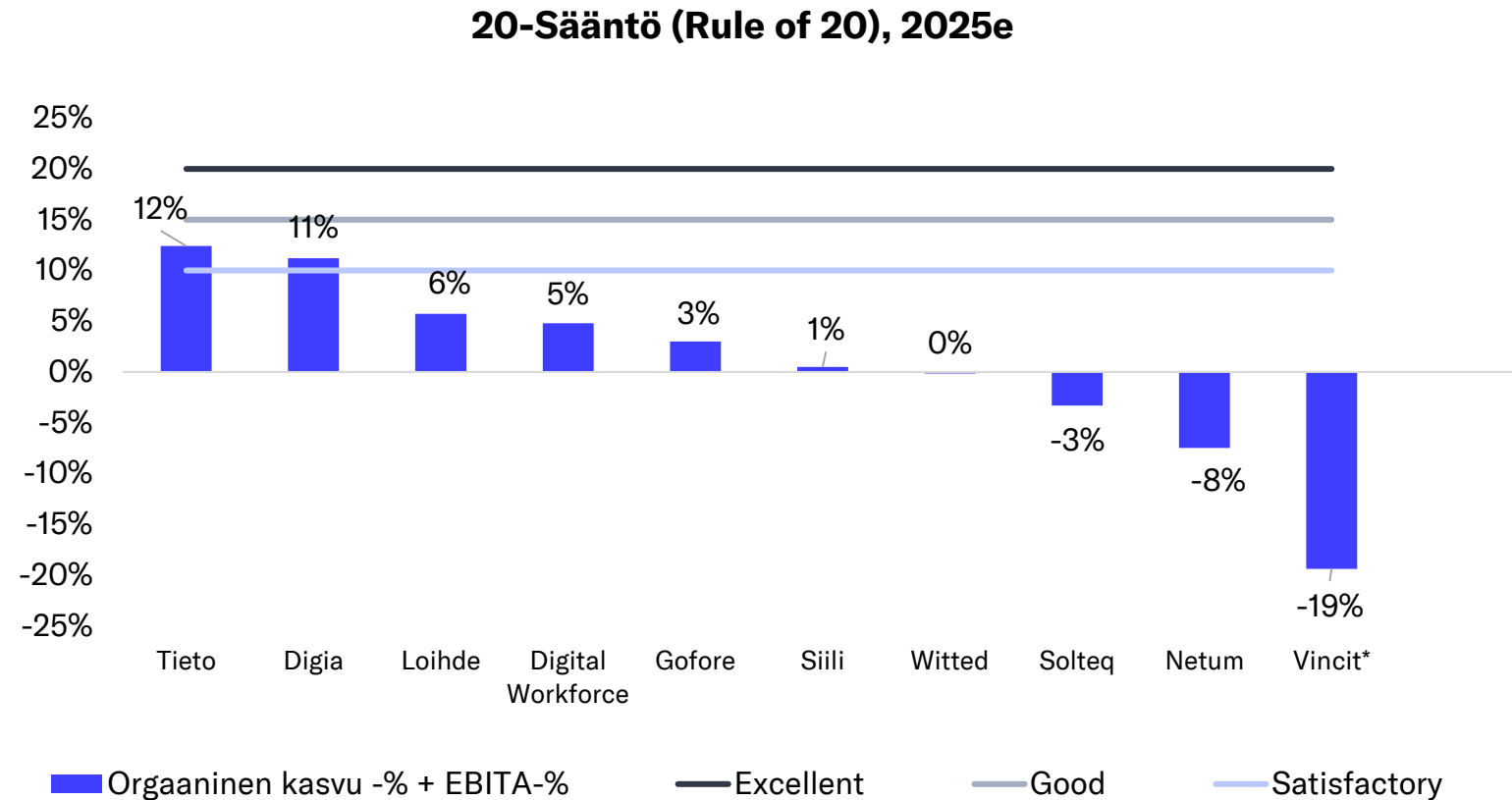
Lähde: Yhtiöt ja Inderes, käytetty EBIT-%

|                   | 2026e (Q3-raportin jälkeen) |                     |             | 2025e toteutunut    |             |
|-------------------|-----------------------------|---------------------|-------------|---------------------|-------------|
|                   | Kasvu, %                    | Orgaaninen kasvu, % | EBIT-% oik. | Orgaaninen kasvu, % | EBIT-% oik. |
| Digia             | 6 %                         | 2 %                 | 10 %        | 1,0 %               | 10,2 %      |
| Digital Workforce | 20 %                        | 7 %                 | 7,8 %       | 1,0 %               | 3,8 %       |
| Gofore            | 14 %                        | 1 %                 | 10,6 %      | -5,0 %              | 8,0 %       |
| Loihde            | 4 %                         | 4 %                 | 3,9 %       | 2,7 %               | 3,0 %       |
| Netum             | -7 %                        | -7 %                | 6,1 %       | -13,4 %             | 5,9 %       |
| Siili             | 0 %                         | 0 %                 | 5,4 %       | -3,9 %              | 4,4 %       |
| Solteq            | 1 %                         | 1 %                 | 5,8 %       | -5,0 %              | 1,7 %       |
| Tietoevry         | 0 %                         | 0 %                 | 13,9 %      | -1,2 %              | 13,6 %      |
| Vincit            | -5 %                        | -5 %                | 3,3 %       | -18,7 %             | -0,7 %      |
| Witted            | 12 %                        | 7 %                 | 2,7 %       | -1,7 %              | 1,5 %       |
| Keskiarvo         | 4,4 %                       | 1,0 %               | 7,0 %       | -4,4 %              | 5,2 %       |
| Mediaani          | 2,6 %                       | 1,2 %               | 6,0 %       | -2,8 %              | 4,1 %       |

Lähde: Inderes,

Lähde: Inderes

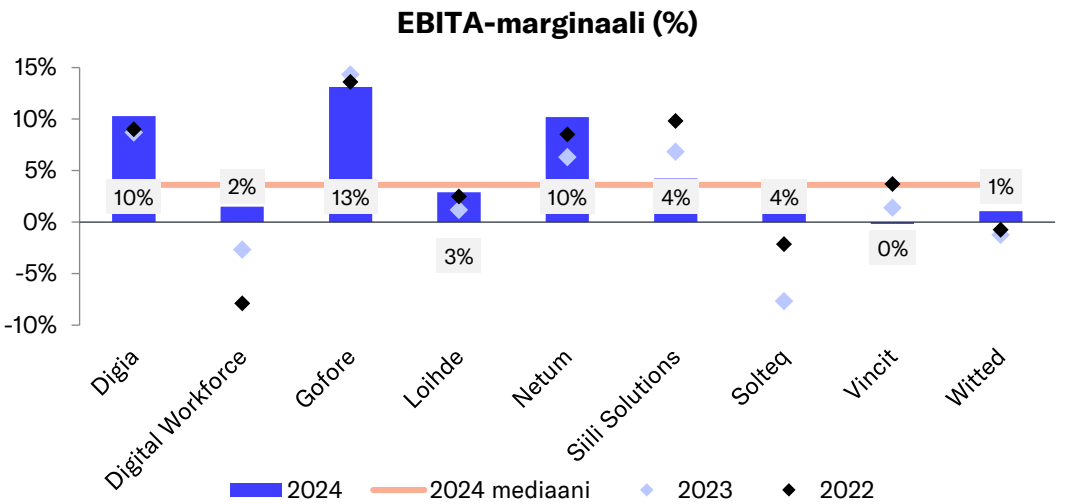
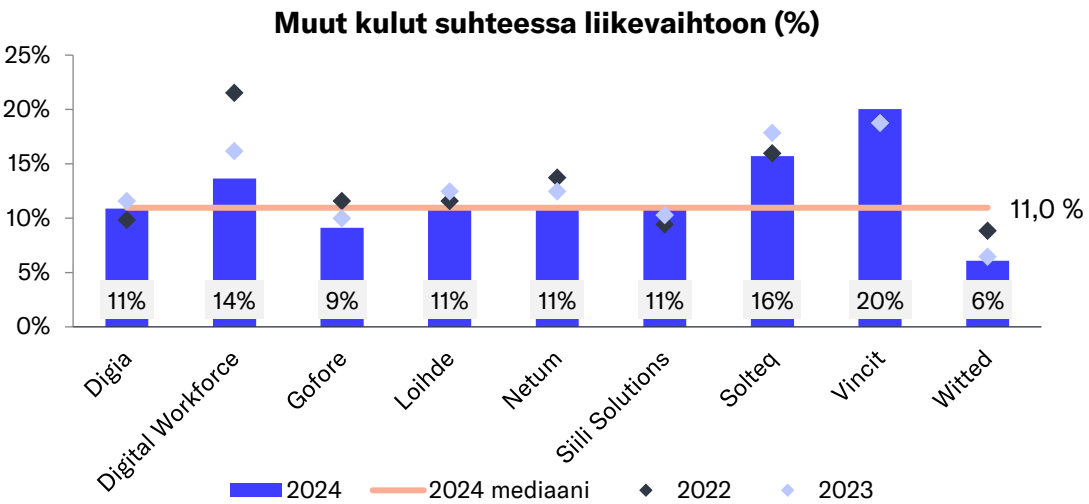
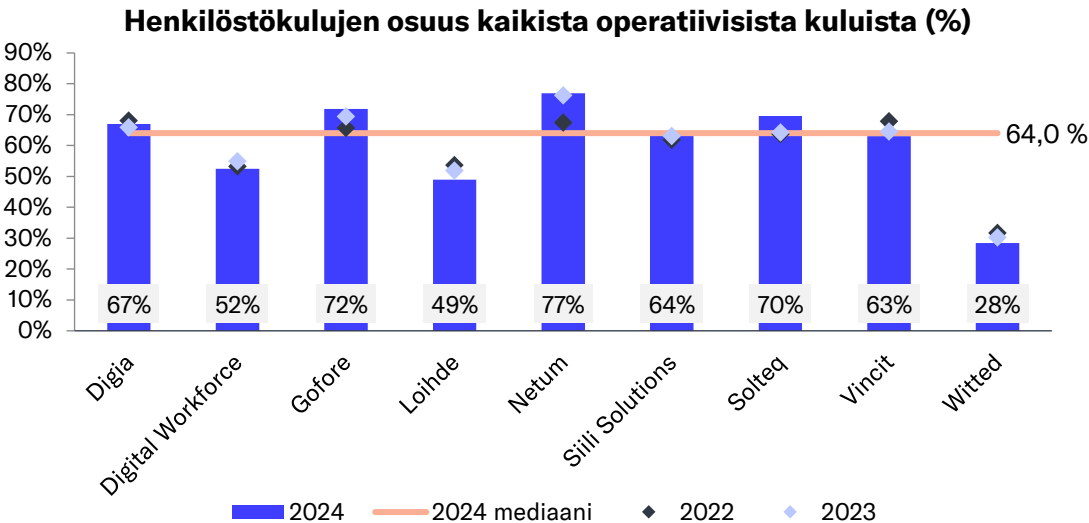
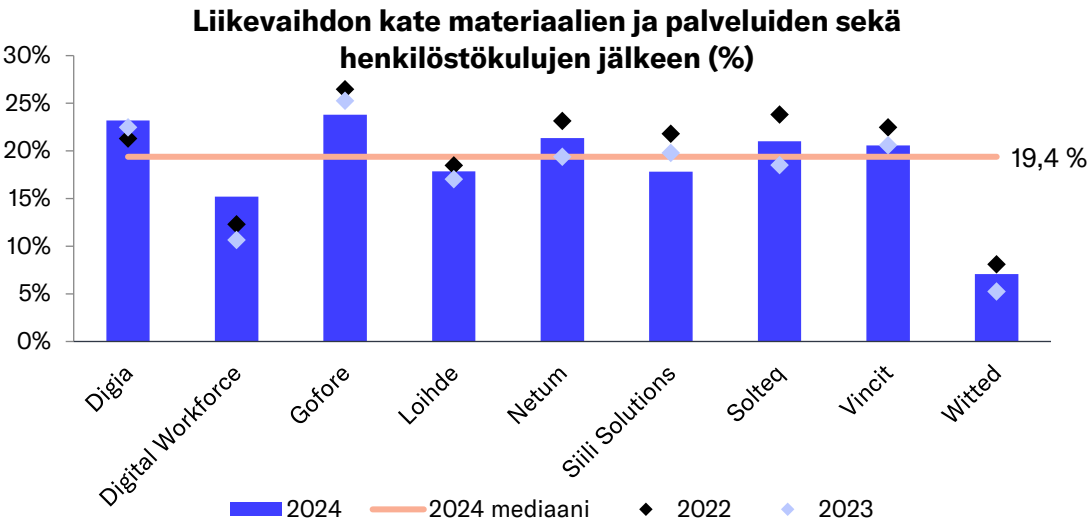
# Suomen IT-palvelumarkkinan ennustemme "20-säännöllä" mitattuna



# IT-palvelusektorin yrityskauppoja pääosin Suomesta

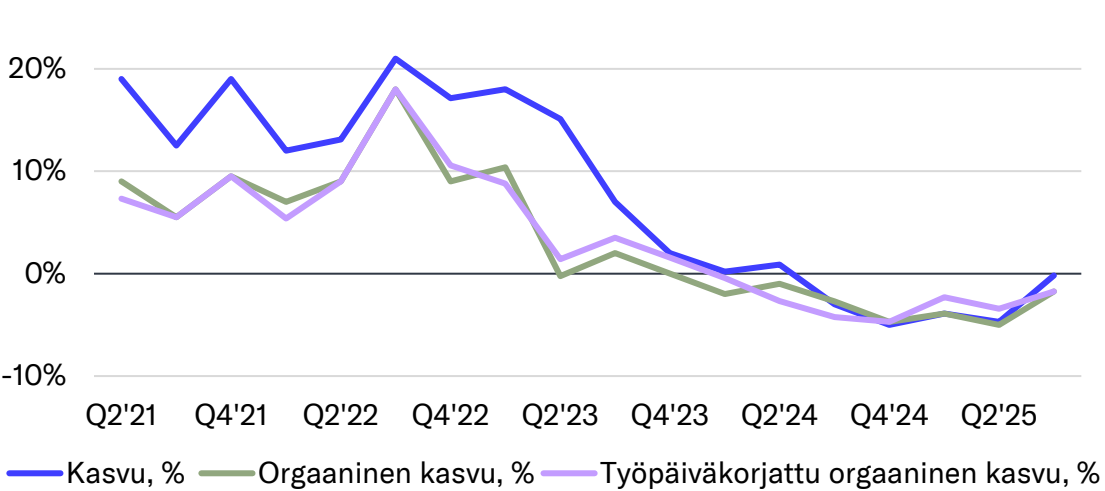
| Päivämäärä | Ostaja                   | Kohde                                      | Liikevaihto<br>MEUR | EBITDA<br>MEUR | EBITDA-% | Henkilöstö | EV<br>MEUR | EV/Sales  | EV/EBITDA |
|------------|--------------------------|--------------------------------------------|---------------------|----------------|----------|------------|------------|-----------|-----------|
| 08/25      | Witted                   | Software Sauna                             | 2,9                 | 0,3            | 12 %     |            | 1,0        |           | 7x        |
| 07/25      | Digital Workforce        | e18 Consulting Ltd (UK)                    | 4,9                 | 0,7            | 13 %     |            | 5,8-13,1   | 1,2x-2,7x | 9x-20x    |
| 07/25      | Gofore                   | Huld                                       | 38,0                | 5,7            | 15 %     | 404        | 55,0       | 1,4x      | 9,6x      |
| 05/25      | Digia                    | Savangard                                  | 16,4                | 2,2            | 13 %     | 150        | 12-17      | 0,7x-1,0x | 5x-8x     |
| 02/25      | Solita                   | PUBLIC (UK)                                |                     |                |          | 40         |            |           |           |
| 11/24      | Confirma Software        | Solteqin Tanskan terveydenhuolto ratkaisut | 1,8                 |                |          | 15         | 4,0        | 2,2       |           |
| 11/24      | Siili                    | Integrations Group                         | 2,3                 | 0,4            |          | 13         |            |           |           |
| 05/24      | Eficode                  | Jodacus                                    | 11,5                |                |          | 45         |            |           |           |
| 09/23      | Digia                    | Top of Minds                               | 10,0                | 1,4            | 14 %     | 63         | 12,6       | 1,3       | 9,0       |
| 08/23      | Eficode                  | Avoset                                     | 9,7                 |                |          | 20         |            |           |           |
| 08/23      | Witted                   | Loihde Advisory Ab                         | 1,9                 | -0,1           | ~4%      | 10         |            |           |           |
| 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      | Eficode                  | Clearvision                                |                     |                |          |            |            |           |           |
| 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   |

# IT-palvelusektorin relevantit raportoidut mittarit 1/2

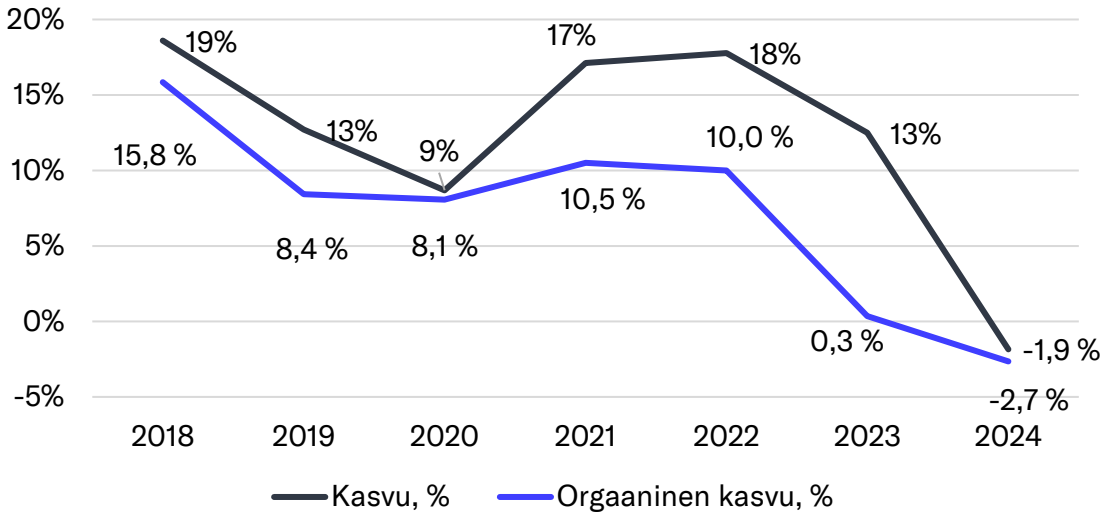


# Sektorin relevantit raportoidut mittarit 2/2

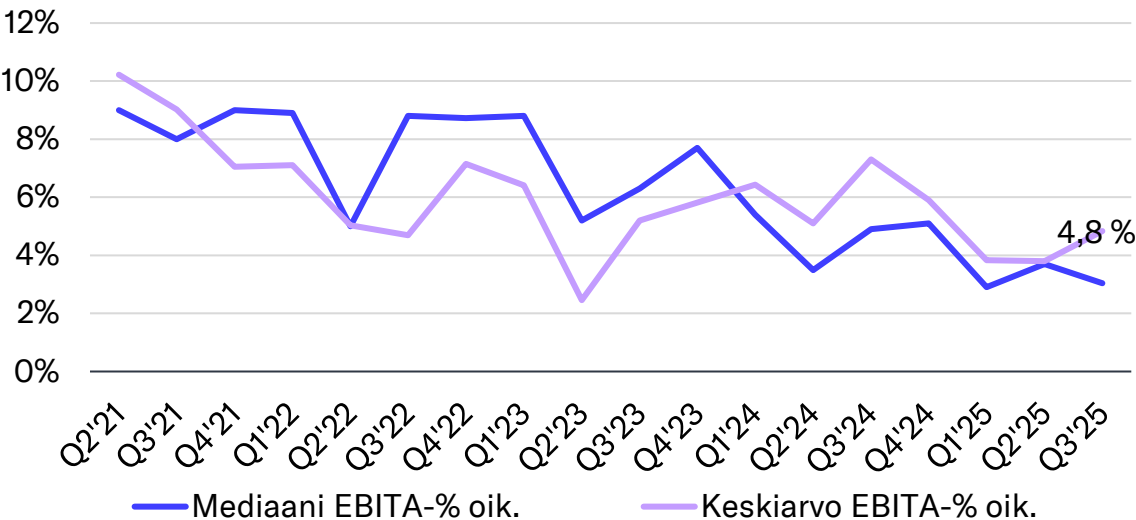
Suomen listattu IT-palvelusektori, liikevaihto



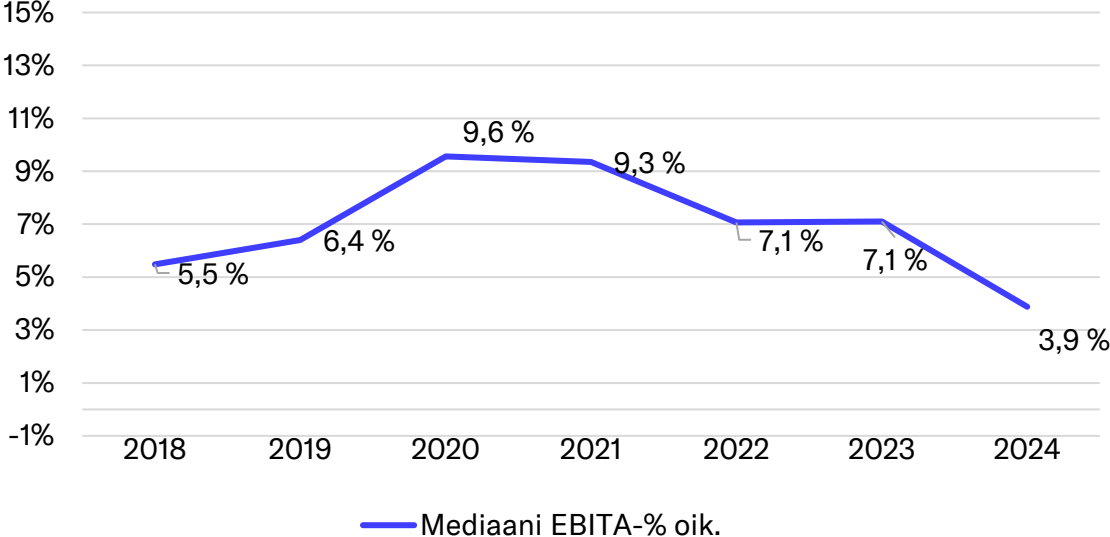
Suomen listattu IT-palvelusektori, liikevaihto



Suomen listattu IT-palvelusektori, kannattavuus



Suomen listattu IT-palvelusektori, kannattavuus



# 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 %:n markkinaosuutta. Näitä globaaleja jättejä ovat esimerkiksi Tietoenvy, 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 kooltaan pienemmille ja alle 200 henkeä työllistävillä ratkaisutaloilla. Kokonaisuutena, kilpailukentässä ei ole tapahtunut suuria muutoksia viime vuosina.

## 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

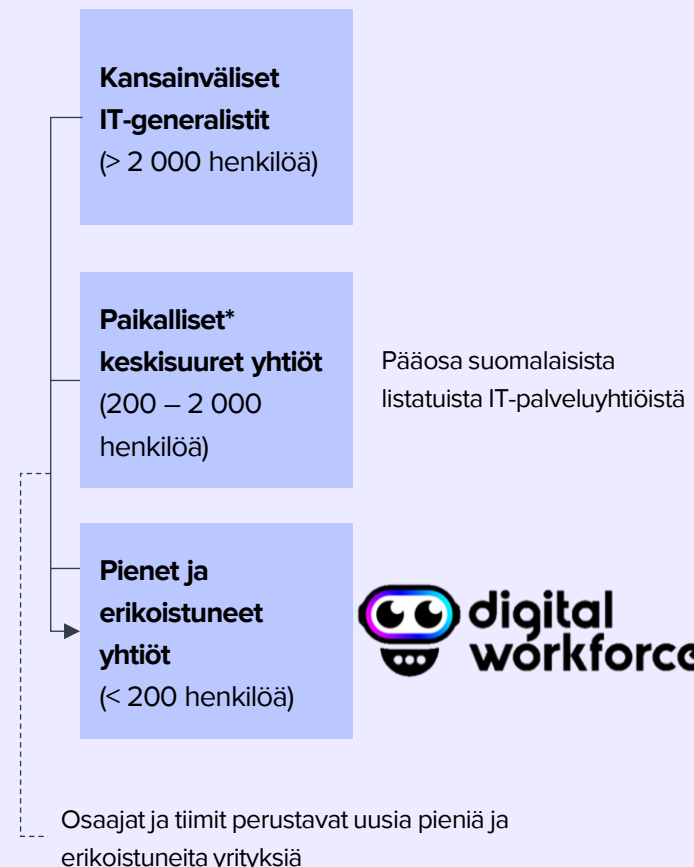
kynnyksiin.

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

Koska toimialan ansaintalogiikka on pääomakevyttä ja henkilöintensiivistä, myös alalle tulon kynnykset ovat yleisesti ottaen matalia. 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. Esimerkiksi Luoto Company ja sen ekosysteemi ovat perustamisesta lähtien (2016) kasvaneet vahvasti ja kannattavasti henkilöstöystävällisellä ja yrittäjälähtöisellä palkka-/omistusmallilla.



## Kilpailukentän dynamiikka



\*Keskisuurista yhtiöistä löytyy myös kansainvälisesti toimivia yhtiöitä kuten Siili, Gofore, Digia, Witted, Solteq ja Vincit.

Lähde: Inderes

# Kilpailukenttä 2/5

Digital Workforce ei juurikaan kilpaile suoranaisesti puhtaiden IT-palveluyhtiöiden kanssa, koska yhtiö on vahvasti erikoistunut ohjelmistorobotiikkaa soveltavaan automaatioon. Lisäksi yhtiö on rakentanut kilpailuetua omasta automaatioalustastaan. Tarkemmin Digital Workforcen kilpailukentästä on luettavissa sivuilla 17-23.

## Kilpailuetuja on 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 strategisiin kumppanuuksiin tähtäävien osaamisten päälle. Tämä puolestaan edellyttää yhtiöiltä sitä, että toiminnasta löytyy jatkuvaa dynaamisuutta, joustavuutta ja uudistumiskykyä. Pitkällä aikavälillä menestyäkseen yhtiöiden onkin mielestämme kyettävä lukemaan sekä teknologioiden että asiakastarpeiden kehittymisiä ja reagoimaan näihin muutoksiin omia osaamisia rakentamalla.

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



## Digital Workforcen kilpailutekijät

- + **Oma Outsmart-alusta**, kaupallistaminen vielä alkuvaiheessa
  - + Moniteknologia
  - + Pilvipalvelu
  - + Vähäinen kilpailu jatkuvissa palveluissa
- + **Vahva toimialaosaaaminen**
- + Suuret hyödyt ja matalat kokonaiskustannukset asiakkaalle
- + Joustavat ja nopeat toimitusmallit ja ylläpito pilvestä
- Kova kilpailu asiantuntija- ja lisenssitoimitusmallissa
- Selvästi teknologiatoimittajia pienemmät resurssit, mikäli ne laajentuisivat Digital Workforcen alueelle
- Pieni kokoluokka haasteena mittavissa elinkaarihankkeissa, suurempia kilpailijoita vastaan
- Heikko kilpailu- ja toimituskyky Yhdysvalloissa

# Kilpailukenttä 3/5

## 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 Kainos UK:sta.

Vertailuryhmän kasvun mediaani vuositason 2020-2024 oli noin 13 % (keskiarvo 15 %), mitä selittää markkinan kasvu, monien toimijoiden nopea orgaaninen kasvu sekä yrityskaupat. Voimakkaimmin kasvaneet yhtiöt ovat laajentuneet niin yritysostoin kuin myös orgaanisesti. Vahvoja orgaanisia kasvajia ovat olleet mm. Gofore, Solita, Witted, Futurice, Netum, Luoto, Eficode, Bouvet ja Netcompany. Hitaimmin ovat kasvaneet suuremmat toimijat, jotka ovat kärsineet markkinan murroksesta kuten Tietoevry ja Enfo.

Kasvua tarkasteltaessa Suomen IT-markkinalla pienet erikoistuneet toimijat kasvoivat 2010-luvulla ja 2022 asti selvästi markkinaa paremmin. 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. Tämä on näkynyt joillain yhtiöillä orgaanisen kasvuvauhdin hidastumisena. Selkeä erottuva yhtiö on tanskalainen Netcompany, joka lähes 5000 osaajasta (nyt 8000) huolimatta pystyi kasvamaan palveluliiketoiminnassa orgaanisesti ~20 % vuosivauhtia ja tekemään yli 25 %:n EBITDA-marginaalia (2024: kasvu 8 % ja oik. käyttökate 17 %).

Kannattavuuden osalta vertailujoukon keskiarvo on 11 % (mediaani 12 %) käyttökateella mitattuna vuositason 2020-2024 (2019-2023: 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). Yksinumerosiin 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. Lisäksi Digia ja Luoto ovat aivan rajoilla.

Yhtiöitä vertailtaessa on hyvä huomioida, että osa yhtiöistä on tehnyt enemmän yritysostoja kuin toiset, minkä myötä erityisesti kasvuluvut eivät välttämättä ole kovin vertailukelpoisia.



## Kasvuajurit

### Pitkä aikaväli

- Digitalisaatio kiihdyttää ja kasvattaa markkinaa.
- Tekoäly luo uusia kasvumahdollisuuksia, mutta voi myös disruptoida markkinan osia
- IT:stä tulee yhä keskeisempi osa yhtiöiden liiketoimintaa ja strategiaa
- Asiakashintojen nousu
- IT-palvelumarkkinan määritelmä laajenee
- Kansainvälistyminen ja near-shoren kasvattaminen
- Alihankinnan ja sitä kautta myös kriittisen kyvykkyyden kasvattaminen tukevat kasvua
- Yritysostot

### Lyhyt aikaväli

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

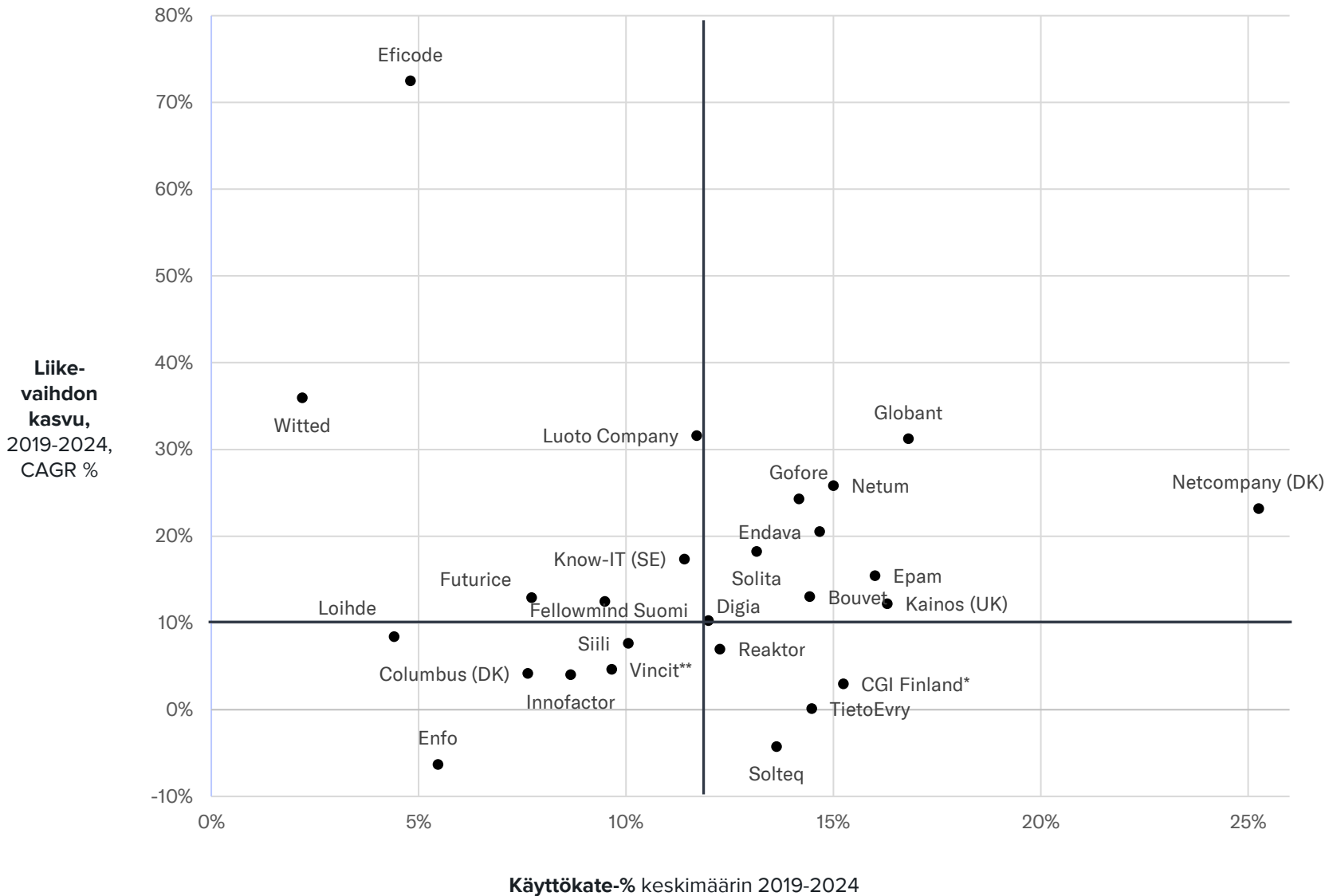


## Kannattavuusajurit

### Lyhyt aikaväli

- Asiakashintapaine
- Laskutusasteet
- Vaihtuvuuden hallitseminen
- Palkkainflaation hillitseminen
- Tehokkuuden parantaminen

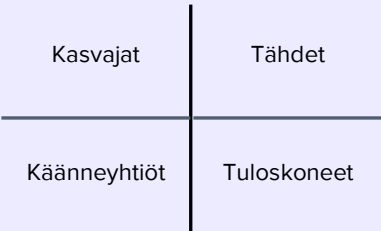
# Kilpailukenttä 4/5



Lähde: Inderes, yhtiöt.



## Kilpailukentän profiili



### Tähdet

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

### Kasvajat

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

### Tuloskoneet

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

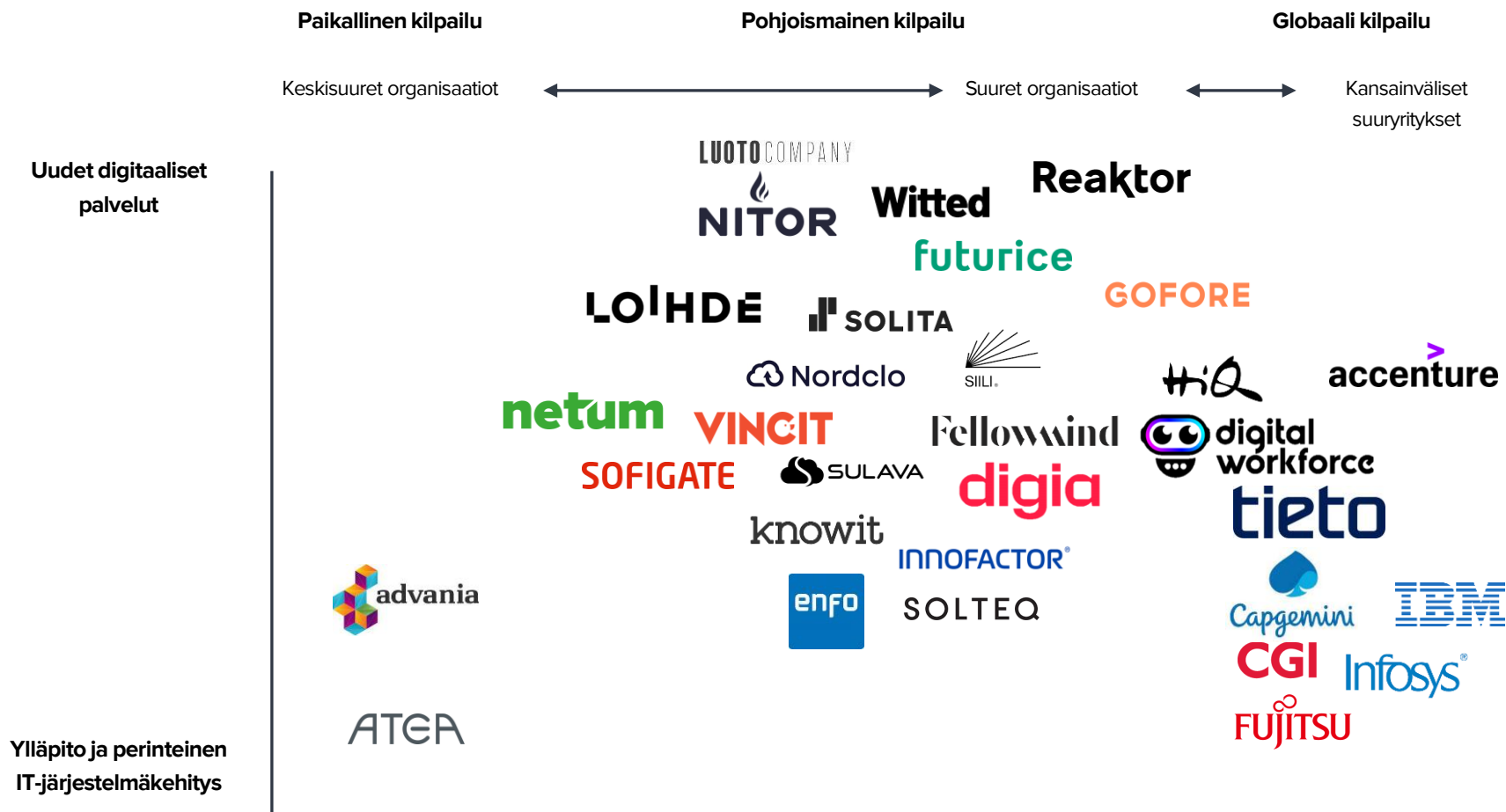
### Käänneyhtiöt

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

Lähde: Inderes

# Kilpailukenttä 5/5

Suomen markkinarakenne asiakaskoon ja palvelualuekohtaisen asemoitumisen perusteella



# 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 tulevista. Tehdessään päätöksiä sijoitustoimenpiteistä, asiakkaan tulee perustaa päätöksensä omaan tutkimukseensa, sekä arvioonsa sijoituskohteen arvoon vaikuttavista seikoista ja ottaa huomioon omat tavoitteensa, taloudellinen tilanteensa sekä tarvittaessa käytettävä neuvonantajia. Asiakas vastaa sijoituspäätöksensä tekemisestä ja niiden taloudellisesta tuloksesta.

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

Inderes antaa seuraamilleen osakkeille tavoitehinnan. Inderesin käyttämä suositusmetodologia perustuu osakkeen 12 kuukauden kokonaistuotto-odotukseen (sis. kurssinousu ja osingot) ja huomioi Inderesin näkemyksen tuotto-odotukseen liittyvästä riskistä. Suosituspolitiikka on neliportainen suosituksin myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitus-suosituksia 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 arvion mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonmäärittämismenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi. Käytettävät arvonmäärittämismenetelmät 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 yhtiössä. Inderes Oyj voi omistaa seuraamiensa kohdeyhtiöiden osakkeita ainoastaan siltä osin, kuin yhtiön oikeaa rahaa sijoittavassa mallisalkussa on esitetty. Kaikki Inderes Oyj:n omistukset esitetään yksilöitynä mallisalkussa. Inderes Oyj:llä ei ole muita omistuksia analyysin kohdeyhtiöissä. Analyysin laativeen analyytikon palkitsemista ei ole suoralla tai epäsuoralla tavalla sidottu annettuun suositukseen tai näkemykseen. Inderes Oyj:llä ei ole investointipankkiliiketoimintaa.

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

Kaikki Inderes Oyj:n osakeomistukset sen seurannassa olevissa kohdeyhtiöissä esitetään yksilöityinä oikeaa rahaa sijoittavassa Inderes Oyj:n mallisalkussa.

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.

## Suositus historia (>12 kk)

| Pvm        | Suositus | Tavoite | Osakekurssi |
|------------|----------|---------|-------------|
| 14.5.2022  | Lisää    | 4,50 €  | 3,85 €      |
| 19.8.2022  | Lisää    | 4,50 €  | 4,03 €      |
| 4.11.2022  | Osta     | 4,50 €  | 2,95 €      |
| 1.3.2023   | Osta     | 5,50 €  | 4,26 €      |
| 18.8.2023  | Lisää    | 5,50 €  | 4,75 €      |
| 24.8.2023  | Lisää    | 5,00 €  | 4,35 €      |
| 27.11.2023 | Lisää    | 3,80 €  | 3,20 €      |
| 29.2.2024  | Vähennä  | 3,40 €  | 3,16 €      |
| 11.4.2024  | Lisää    | 3,40 €  | 2,85 €      |
| 6.5.2024   | Lisää    | 4,00 €  | 3,45 €      |
| 26.8.2024  | Lisää    | 4,70 €  | 4,16 €      |
| 4.11.2024  | Lisää    | 4,70 €  | 3,98 €      |
| 6.2.2025   | Lisää    | 4,70 €  | 4,02 €      |
| 20.2.2025  | Lisää    | 4,70 €  | 4,14 €      |
| 28.4.2025  | Lisää    | 4,10 €  | 3,44 €      |
| 20.7.2025  | Lisää    | 4,30 €  | 3,52 €      |
| 24.10.2025 | Lisää    | 3,70 €  | 3,19 €      |
| 17.12.2025 | Lisää    | 3,20 €  | 2,54 €      |



# TIETO ON SJOITTAJAN PERUSOIKEUS

Inderesin yhdistää sijoittajat ja pörssiyhtiöt. Asiakkainamme on yli 400 pörssiyhtiötä, jotka haluavat palvella omistajiaan ja sijoittajayhteisöä tarjoamalla parempaa sijoittajaviestintää. Sijoittajayhteisöömme kuuluu yli 70 000 aktiivista osakesijoittamisesta kiinnostunutta jäsentä.

Inderesin yhteiskunnallisena tavoitteena on demokratisoida sijoittajatieta. Uskomme sijoittajien yhtäläisiin mahdollisuuksiin saada tietoa, jonka avulla säästää ja sijoittaa tulevaisuuteensa.

Pörssiyhtiöille tuotamme ratkaisuja, joiden avulla toteuttaa tehokasta ja avointa sijoittajaviestintää. Inderesin tuotetarjooma kattaa kaikki keskeiset pörssiyhtiön sijoittajaviestinnän tarvitsemat ratkaisut. Päätuotteitamme ovat osakeanalyysi, IR-tapahtumat, IR-ohjelmistot ja yhtiökokoukset.

Sijoittajayhteisölle tarjoamme palveluita, joiden avulla yhteisön jäsenet voivat kehittyä paremmiksi sijoittajiksi, verkostoitua muiden sijoittajien kanssa sekä saada ajantasaista tietoa sijoituspäätösten tueksi.

Inderes on listattu Nasdaq First North -markkinapaikalle ja se toimii Suomessa, Ruotsissa, Tanskassa ja Norjassa.

## **Inderes Oyj**

Porkkalankatu 5  
00180 Helsinki  
+358 10 219 4690

## **Inderes Ab**

Vattugatan 17, 5tr  
Stockholm  
+46 8 411 43 80

Palkittua analyysia osoitteessa **inderes.fi**

**inderes.se**

**inde  
res.**