

GOFORE

4.4.2025 8.35 EET



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

INDERESIN YHTIÖASIAKAS
LAAJA RAPORTTI



Uusista kasvualueista haetaan vauhtia

Goforen näytöt kasvaa julkisella sektorilla hyvin kannattavasti ovat kiistattomat, markkinan vastatuulista huolimatta. Viime vuonna kasvu kuitenkin taittui haastavan markkinan ja yksityisen sektorin heikkouden ajamana. Kannattavuus on aina ollut vahvaa ja nyt tärkeää onkin palata kasvu-uralle strategian uusien kasvutoimialojen vetämänä Suomessa ja DACH-alueella. Odotamme yhtiön jatkavan sektoria vahvempaa ja kannattavampaa kasvua strategiakaudella, mutta jäävän hieman alle omien tavoitteiden. Lisäksi uudet yritysostot ovat osakkeessa edelleen keskeinen arvoajuri. Arvostuskuva (2025e EV/EBIT 11x ja tuotto-odotus >15 %) on useasta näkökulmasta katsottuna houkutteleva. Toistamme osakkeen lisää suosituksen, mutta laskemme tavoitehinnan 23,0 euroon (aik. 24,0) heijastellen ennustemuutoksia

Gofore erottuu digitransformaation neuvonantajana julkisella sektorilla

Goforella on kattava palvelutarjooma liittyen neuvonantoon, palvelumuotoiluun, digitaalisten palveluiden rakentamiseen, pilvisiirtymään sekä ohjelmistotestaukseen. Yhtiö profiloituu organisaatioiden laaja-alaiseksi digitransformaation ja sen johtamisen neuvonantajaksi, mikä erottaa sitä muista IT-palvelutaloista. Asiakassectoreittain yhtiön vahvuus on julkisella sektorilla (60 % lv:sta) ja maantieteellisesti reilu 10 % tulee Suomen ulkopuolelta. Gofore on viime vuosina vahvistanut edelleen asemiaan IT-markkinalla, erityisesti kasvamalla yksityisellä sektorilla ja kansainvälisesti strategisesti onnistuneilla yritysostoilla, osaajakilpailussa yhtiö on vahvistanut entisestään asemaansa sekä kyennyt jatkuvasti uudistumaan IT-markkinan nopeassa muutoksessa.

Uutta vauhtia uusista kasvualueista

Goforen strategiapäivityksessä vuosille 2025-2030 suurin mielenkiinto kohdistui yhtiön nostamiin useisiin uusiin toimialoihin, joista yhtiö hakee kasvua jatkossa. Yhtiön on

tärkeää onnistua kasvutoimialoillaan, jotta Gofore pääse takaisin vahvemmalle kasvu-uralle, koska odotamme kasvun Suomen julkisella sektorilla jäävän maltillisemmaksi. Goforen strategiakauden prioriteetit ovat: 1) palaaminen kasvu-uralle, 2) DACH-liiketoiminnan vakiinnuttaminen ja kokoluokan kasvattaminen, 3) tarjooman edelleen kehittäminen, joka mahdollistaa pääsyn entistä vahvemmin kokonaisvaltaisen toimittajan rooliin sekä 4) turvallisuusalalla pääseminen vakiintuneiden toimittajien joukkoon Suomessa.

Odotamme sektorin kontekstissa hyvää tekemistä

Strategiakaudella 2025-2030 ennustamme orgaanisen liikevaihdon kasvun olevan keskimäärin 7 % ja EBITA-%:n keskimäärin 13,4 %. Näin ennusteemme ovat kasvun ja kannattavuuden osalta jonkin verran alle yhtiön tavoitteiden (kasvu ~18 % josta orgaanisesti vähintään puolet ja EBITA-% 15 %), mutta edelleen selvästi yli sektorin (7 % ja 7 %). Pidämme tavoitetasoja kuitenkin mahdollisina, mutta ne vaativat jo tukea paremmalta markkinatilanteelta. Näin yhtiön tavoitteena on kasvaa yritysostoin noin 150 MEUR:n liikevaihdon edestä, jonka vahva pääomarakenne ja kassavirta sekä mahdollinen oman osakkeen käyttö mahdollistavat. Suurin haaste on löytää sopivia ostokohteita, jotka täyttävät tiukat operatiiviset vaatimukset ja arvostuskriteerit, erityisesti koska yhtiö etsii aiempaa suurempia kohteita.

Arvostus on useasta näkökulmasta katsottuna houkutteleva

Soveltamillamme arvostusmenetelmillä osakkeen arvostus on useasta näkökulmasta katsottuna houkuttelevasti hinnoiteltu (2025e EV/EBIT 11x ja tuotto-odotus >15 %). Kassavirtalaskelman perusteella jopa hyvin houkuttelevasti hinnoiteltu, mutta toisaalta ”20-säännöllä” sekä EV/liikevaihto-kertoimen yhdistelmällä mitattuna hieman kireästi hinnoiteltu. Yhteenvetona näemme osakkeen käyvän arvon haarukan olevan 20-26 euroa osakkeelta.

Suositus

Lisää

(aik. Lisää)

Tavoitehint:

23,00 EUR

(aik. 24,00 EUR)

Osakekurssi:

20,00

Liiketoimintariski



Arvostusriski



	2024	2025e	2026e	2027e
Liikevaihto	186	184	194	213
kasvu-%	-2 %	-1 %	6 %	10 %
EBIT oik.	23,9	24,5	26,1	29,2
EBIT-% oik.	12,8 %	13,3 %	13,4 %	13,7 %
Nettotulos	16,8	16,7	17,6	20,3
EPS (oik.)	1,27	1,29	1,35	1,53
P/E (oik.)	17,5	15,5	14,8	13,1
P/B	3,3	2,8	2,5	2,3
Osinkotuotto-%	2,2 %	2,5 %	2,7 %	2,7 %
EV/EBIT (oik.)	13,2	11,0	9,8	8,2
EV/EBITDA	11,1	9,5	8,4	7,2
EV/Liikevaihto	1,7	1,5	1,3	1,1

Lähde: Inderes

Ohjeistus

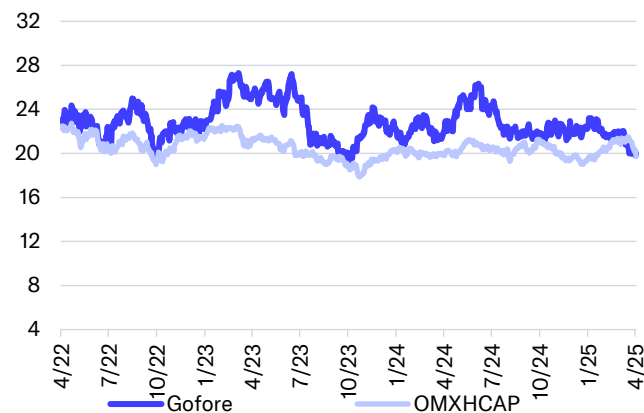
(Ennallaan)

Ei ohjeista vuotta 2025. Yhtiö julkaisee kuukausittain liiketoimintakatsauksen, mikä kuvaa liikevaihdon kehitystä ja indikoivat laskutusasteiden kehitystä, joka ajaa kannattavuutta. Lisäksi yhtiö kommentoi seuraavan neljänneksen kasvu- ja tulosajureita.

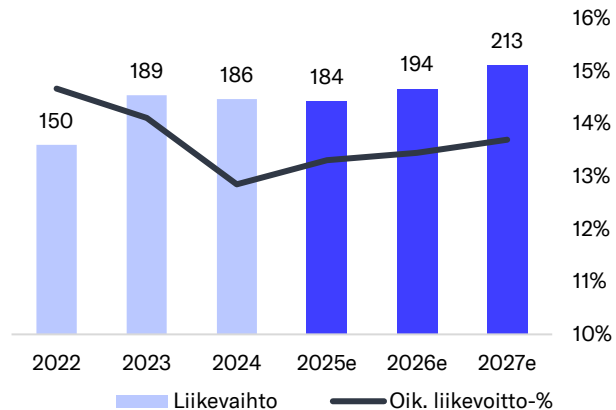
Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	6-16
IT-palvelumarkkinat	17-32
Kilpailu	33-37
Strategia	38-41
Historiallinen kehitys	42-45
Ennusteet	46-50
Sijoitusprofiili	51
Arvonmääritys	52-57
Taulukot	58-59
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	60

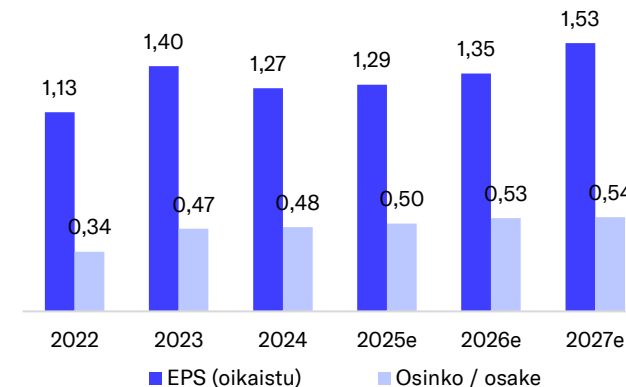
Osakekurssi



Liikevaihto ja liikevoitto-%



Osakekohtainen tulos ja osinko



Arvoajurit

- Saavutetun menestyksen monistaminen laajemmille markkinoille ja erityisesti vahvemmin yksityiselle sektorille
- Kansainvälistyminen
- Toimiminen markkinan kasvavissa toimialoissa
- Asemoituminen kasvaville palvelualueille
- Arvonluonti vahvan orgaanisen kasvun ja yrityskauppojen kautta
- Organisaatiomalli ja kulttuuri kilpailuetuina

Riskitekijät

- Heikon markkinatilanteen pitkittyminen ja heikkouden laajentuminen voimakkaammin uusille osa-alueille. Erityisesti hintakilpailun vaikutukset.
- Palkkainflaatio, vaihtuvuus ja korkeat rekrytointikulut
- Suomen julkishallinnon säästötarpeet
- Riippuvuus suurista asiakkaista ja Suomen julkishallinnon sektorista
- Kulttuurin ja työnantajaimagon säilyttäminen
- Yrityskaupat ja kansainvälistyminen
- Geopoliittinen tilanne

Arvostustaso	2025e	2026e	2027e
Osakekurssi	20,0	20,0	20,0
Osakemäärä, milj. kpl	15,7	15,7	15,7
Markkina-arvo	315	315	315
Yritysarvo (EV)	270	256	239
P/E (oik.)	15,5	14,8	13,1
P/E	18,8	17,9	15,5
P/B	2,8	2,5	2,3
P/S	1,7	1,6	1,5
EV/Liikevaihto	1,5	1,3	1,1
EV/EBITDA	9,5	8,4	7,2
EV/EBIT (oik.)	11,0	9,8	8,2
Osinko/tulos (%)	47,1 %	47,4 %	41,5 %
Osinkotuotto-%	2,5 %	2,7 %	2,7 %

Lähde: Inderes

Gofore lyhyesti

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

183 MEUR (-4,2 % vs. edellinen 12kk)

Liikevaihto rullaava 12kk 2'25

28 % & 20 % orgaanisesti

Goforen vuosittainen kasvu (CAGR) 2017-2024

40 % ja 12 % (tulevaisuuden kasvualueita)

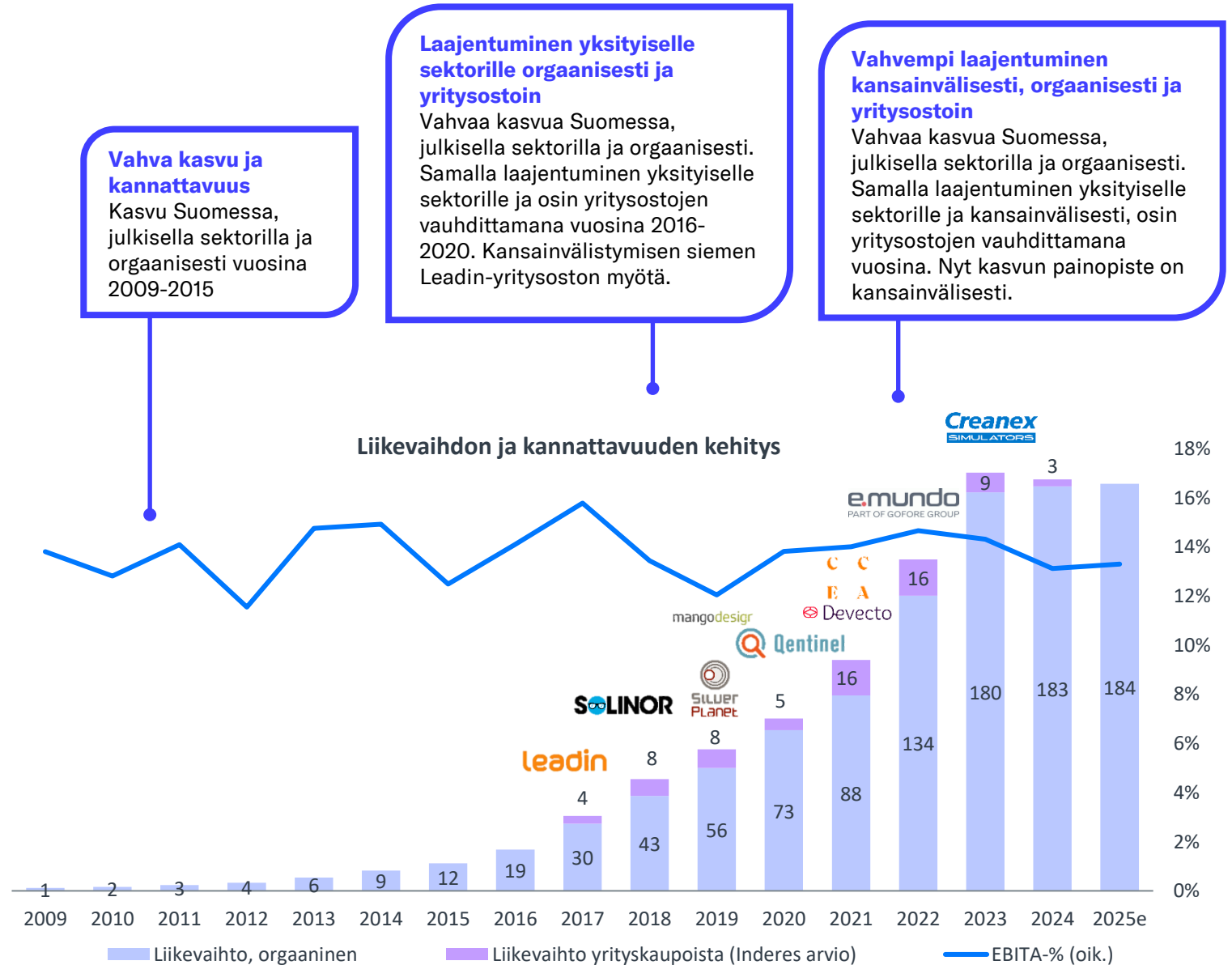
Yksityisen sektorin ja kansainvälisen liikevaihdon osuus liikevaihdosta vuonna 2024

12,8 % (keskimäärin 13,9 % vuosina 2017-2019)

EBITA-% oik. vuonna 2024

9 yritysostoa (joilla noin 70 MEUR liikevaihtoa)

Vuosina 2017-2024



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 1/6

Yhtiökuvaus

Digitalisaation asiantuntijayritys

Gofore on digitaalisen muutoksen palveluyritys, jonka palvelut kattavat johdon konsultoinnin, digitaalisten palveluiden muotoilun ja rakentamisen, pilvipalvelut ja ohjelmisto-testauksen. Gofore on myös vahvasti nostanut esille eettisyyden liiketoiminnassaan ja haluaa edistää eettistä digitalisaatiota. Pörssilistalla olon aikana yhtiö on vuosina 2018-2024 kasvanut keskimäärin 28 % vuodessa, josta 20 %-yksikköä on laskelmiemme perusteella orgaanista. Kasvun tavoin myös kannattavuus on ollut IT-palvelusektoria keskimäärin selvästi korkeampi ja keskimäärin EBITA-marginaali on ollut vajaa 14 % vuosina 2018-2024. Viime vuonna markkinan haasteet kuitenkin katkaisivat pitkään jatkuneen kasvuputken, mutta kannattavuus säilyi vahvana ja selvästi sektoria parempana.

Gofore kertoi vuodenvaihteessa organisoituvansa jatkossa asiakaslähtöisesti aiemman osaamisperusteisen sijaan. Yhtiö on jo vuosia halunnut kasvaa asiakkaissa ja tämä korostuu on nyt strategian osalta yhä keskeisempää. Asiakassegmenttien näkökulmasta yhtiö on ollut perinteisesti menestyksekkäs erityisesti julkishallinnon asiakkaissa Suomen markkinalla. Yksityinen sektori on ollut strategiassa jo vuosia kasvualue ja yhtiö on vahvistanut sitä lukuisin yritysostoin. Erittäin vahvaa asiakaspitoa palveluliiketoiminnassa kuvastaa se, että 95 % liikevaihdosta vuonna 2024 tuli vanhoilta asiakailta. Tätä selittää näkemyksemme mukaan yhtiön pitkät sopimukset julkisella sektorilla ja jatkuva fokus asiakassuhteisiin.

Verrattuna muihin listattuihin kotimaisiin IT-palveluyrityksiin Gofore profiloituu näkemyksemme mukaan selkeimmin organisaatioiden digitransformaation neuvonantajaksi ja toteuttajaksi. Yhtiö siis tarjoaa ohjelmistokehitykseen

tekniisiä koodariresursseja siinä missä muutkin, mutta tulokulma markkinaa lähtee vahvemmin neuvonantopalveluista ja asiakkaan digitaalisen muutoksen konsultoinnista, mistä seuraa luonnollinen jatkumo digitaalisten palveluiden toteutukseen, ylläpitoon, testaukseen ja laadunvarmistukseen. Kiteytettynä yhtiön vahvuudet ovat arvoketjun kärkipäässä, mitä kuvastaa se että liiketoiminnasta reilu neljännes on neuvonantoon liittyvää. Tyypillisesti IT-palvelutaloilla neuvonantopalvelut ovat selvästi pienemmässä roolissa ja tulokulma markkinaa lähtee teknisestä osaamisesta. Lisäksi yhtiö hankki vuonna 2021 CCEA-yritysoston myötä laajan (100 osaaajaa) ja sektorilla ainutlaatuisen digitransformaatio kyvykkyyden.

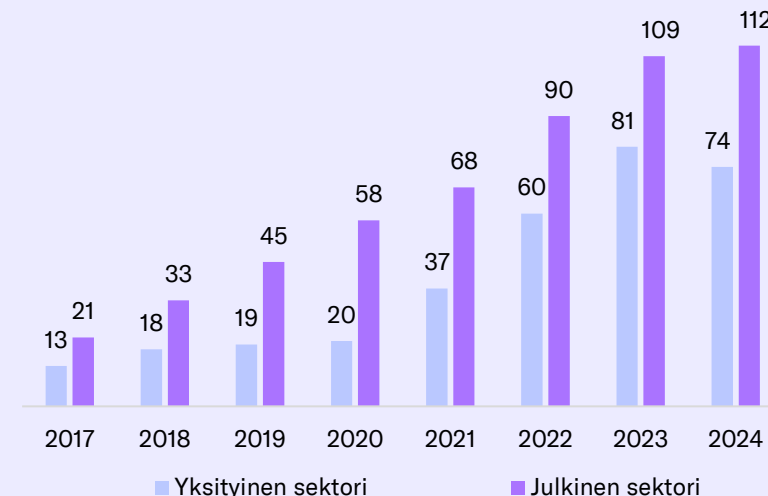
Gofore tarjosi perustamisestaan vuonna 2002 vuoteen 2012 vielä pääasiassa vain ohjelmistokehityspalveluita, mutta tarjoamaa on tämän jälkeen laajennettu kattamaan johdon neuvonantoa, palvelumuotoilua, arkkitehtuurin hallintaa, digitransformaation hallintaa, hankehallinnan palveluita, kyberturvaa, pilvipalveluihin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

Päämarkkina Suomessa

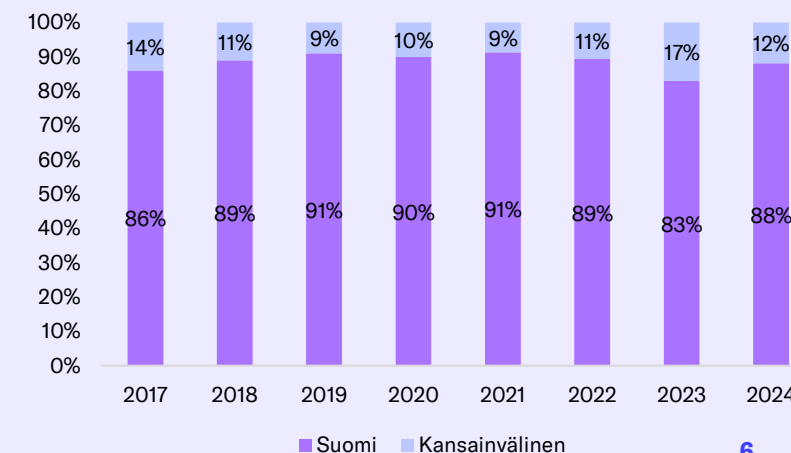
Goforen päämarkkina on Suomen IT-palvelumarkkina, mikä vastaa vajaata 90 % liikevaihdosta. Yhtiön henkilöstöstä suurin osa työskentelee Pääkaupunkiseudulla ja Tampereella. Loput toimivat Jyväskylässä, Lappeenrannassa, Turussa, Oulussa, Kajaanissa sekä kymmenessä toimipisteessä kansainvälisesti.

Liikevaihdon jakauma

Asiakassektoreittain, MEUR



Maantieteellisesti



Liiketoimintamalli 2/6

Yhtiön alueellinen strategia Suomessa on ollut onnistunutta rekrytointien näkökulmasta, mikä on tukenut kasvua. Suomessa yhtiön vahvuus on ollut erityisesti julkisella sektorilla ja neuvonannossa. Täällä yhtiö hakee kasvua julkisen sektorin digitalisaatiosta sekä erityisesti sosiaali- ja terveysalalta. Yksityisellä sektorilla yhtiö hakee vahvempaa kasvua, vähittäiskauppa- ja palvelualalta, kokonaisturvallisuudesta, koneista ja laitteista sekä tuotannon aloilta. Yhtiö on vahvistanut yksityisen sektorin osaamista ja asiakaskuntaa myös yritysostoin, josta viimeisimpänä Creanex-yritysosto, mikä toi myös tuoteliiketoimintaa osaksi tarjoomaa.

Kasvupohja DACH-alueella

Gofore vahvisti kansainvälistymistä eMundo-yritysostolla vuoden 2022 lopulla. Kansainvälisesti fokus on saksankielisellä DACH-alueella, jonka osuus liikevaihdosta laski kuitenkin viime vuonna suhteellisen selvästi yhden suuren asiakkuuden loppumisen myötä ja oli 12 % (2023: 17 %).

Kansainväliset toimipisteet sijaitsevat Saksassa (6 kpl), Espanjassa, Itävallassa (2 kpl) ja Virossa. Yhtiö tavoittelee voimakasta kasvua kansainvälisesti erityisesti Keski-Euroopassa saksankielisillä alueilla (DACH), orgaanisesti ja yritysostoin. Espanjasta tehdään projekteja muualla oleville asiakkaille. Goforella on myös kansainvälisiä isoja asiakkaita, joita palvellaan osin paikallisesti ja osin Suomesta käsin.

DACH-alueen vetäjä vaihtui suunnitellusti reilu vuosi sitten, kun ulkopuolinen saksankielinen vetäjä aloitti toimitusjohtajana. Tänä vuonna eMundon integraatio viedään loppuun ja selkeimmät yrityskauppaan liittyvät riskit ovat siten kohta takanapäin.

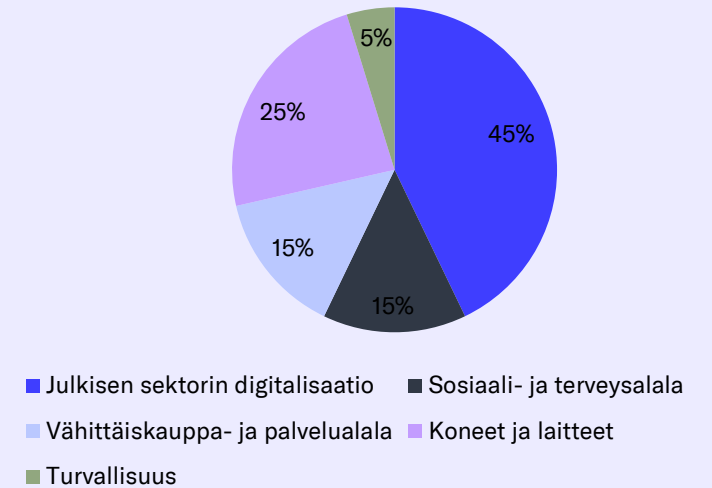
Goforen kilpailuetu kansainvälisesti perustuu osaajakentässä pohjoismaiseen työntekijäystävällisempään tulokulmaan ja ketterään toimitusmalliin. Asiakkaan näkökulmasta kilpailuetuna on paikallinen läsnäolo yhdistettynä Pohjoismaista tuotuun korkealaatuiseen osaamiseen. Yhtiöllä on kansainvälisen kilpailukyvyn osalta edelleen todistettavaa, sillä kansainvälinen liikevaihto laski laskelmiemme mukaan 25 % yhden suuren asiakkuuden loppumisen ajamana vuonna 2024. Suhteellisesti pieni koko rajoittaa yhtiötä kansainvälisesti vielä saavuttamasta strategisesti vahvempaa asemaa asiakkaissa.

Toimialoittain yhtiö tavoittelee asiakkaita ensisijaisesti autoteollisuuden, koneet ja laitteet -sektorin sekä tuotantoteollisuuden toimijoita yksityiseltä sektorilta. Julkisella sektorilla yhtiö haluaa viedä Suomen vahvaa osaamista ja olla digitaalisen yhteiskunnan kehittäjä. Digitalisaatiotason ero Suomen ja Saksan välillä on pieni yksityisellä sektorilla, mutta julkisella sektorilla ero on suuri.

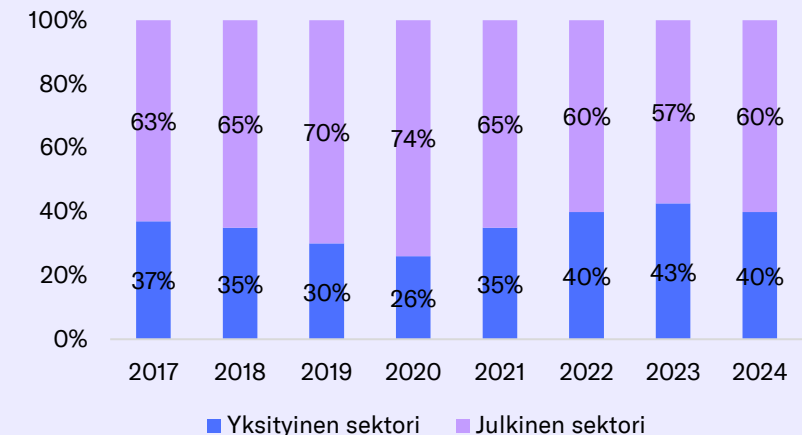
Vahva asiakaskunta maltillisesti kasvavalla julkisella sektorilla

Goforen kasvu on historiassa perustunut vahvasti yhtiön menestykseen Suomen julkishallinnon sektorilla, missä yhtiöllä on erittäin vahva markkina-asema Suomessa. Julkisen sektorin osuus liikevaihdosta oli 60 % vuonna 2024. Goforella on selkeästi ymmärretty julkishallinnon ostoprosessi ja kuinka tätä asiakaskuntaa palvellaan. Yhtiö lähti panostamaan voimakkaasti julkisen sektorin asiakkaisiin vuonna 2010, kun se tunnisti oikea-aikaisesti sektorilla kasvavan tarpeen ketterälle toimintatavalle sekä eettiselle toimijalle. Tällä tarkoitamme julkishallinnon tahtotilaa päästä irti IT-ostamisen toimintamalleista, joissa ne joutuvat lukittumaan yksittäisiin IT-toimittajiin ja niiden ohjelmistoihin tai infraan.

Työntekijöiden jakauma tarjooman mukaan



Asiakassektori, liikevaihto



Liiketoimintarakenne ja kasvu



*Inderes arvio

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 3/6

Suuria IT-sopimuksia onkin jo vuosia pilkottu pienemmiksi osa-alueiksi, jolloin keskisuurilla ja pienillä toimittajilla on myös mahdollisuus osallistua kilpailutuksiin. Lisäksi sopimukset ovat keskimäärin 5-7 vuoden mittaisia, mikä luo jatkuvuutta liiketoimintaan, ennustettavuutta rekrytointiin ja helpottaa kannattavuuden hallintaa.

Goforen keskeisenä kilpailutekijänä ovat olleet palveluarkkitehtuurin ja hankehallinnan osaaminen julkishallinnossa. Gofore on viime vuosina osoittanut hyvää hinnoitteluvoimaa konsernitasolla ja julkisella sektorilla, vaikka kilpailu on yleisesti kovaa. Tämä kuvaa yhtiön vahvaa osaamista ja hinnoitteluvoimaa. Suomessa yhtiö on historiassa kasvanut vahvasti tässä markkinassa ja viime vuonna se oli selvästi vahvempi asiakassegmentti. Jatkossa koko asiakassegmentin kasvun odotetaan kuitenkin olevan maltillisempaa. Yhtiö jakoi uuteen strategiakauteen lähtiessä asiakassektorin julkisen sektorin digitalisaatioon sekä sosiaali- ja terveysalaan.

Useampi yksityisen sektorin toimiala kasvun lähteenä

Yksityisen sektorin asiakaskunnan fokus on jo vuosia ollut teollisuusalan toimijoissa. Vuoden vaihteessa tarkennetussa strategiassaan yhtiö nosti lisäksi kasvualueiksi vähittäiskauppa- ja palveluala (sis. finanssialan), valmistuksen ja tuotannon, kokonaisturvallisuuden sekä autoteollisuuden. Yksityisen sektorin asiakashinnat ovat julkista sektoria selvästi korkeampia, mutta vastapainona toimitusten pituus on pääsääntöisesti lyhyempi ja kokoluokka pienempi.

Yksityisen sektorin asiakkaiden osuus liikevaihdosta oli viime vuonna 40 % ja yhtiön yhtenä tavoitteena on selvästi laajentaa asiakaspohjaa ja kasvaa yksityisellä sektorilla. Yhtiö on jo useamman vuoden vahvistanut yksityisen sektorin asiakasportfoliota yritysostoilla. Yhtiö pyrkii murtautumaan yksityiselle sektorille samalla laajalla

digitaalisen muutoksen tarjoamalla, mikä on yhtiön vahvuus julkisella sektorilla. Yhtiö onnistui ennen viime vuotta kasvamaan yksityisellä sektorilla orgaanisesti vahvasti, mutta viime vuosi oli haastava, johon osaltaan vaikutti vaikeana jatkunut markkinatilanne. Yksityinen sektori on selvästi kasvun pääajuri. Odotamme yhtiön vahvistavan sekä yksityisen sektorin tarjoomaansa että etenkin asiakasportfoliotansa yritysostoin.

Organisaatiomalli ja kulttuuri menestyksen ajureina

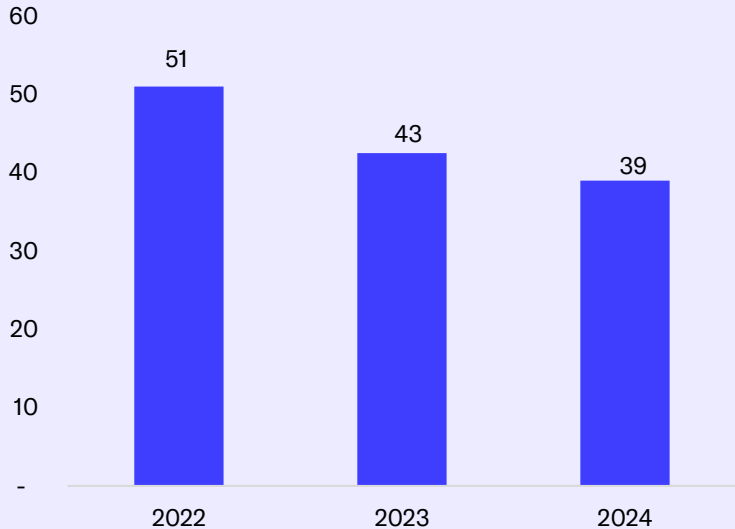
Kiteytettynä Gofore mukauttaa jatkuvasti organisaatiomalliaan ja rakenteitaan sopeutuakseen jatkuvaan muutokseen ja kasvuun. Goforen organisaatiomalli poikkeaa huomattavasti IT-sektorin vakiintuneista toimijoista sekä jonkin verran myös yhtiön lähimmistä verrokeista. Organisaatiomalliin ja kulttuuriin liittyvät tekijät ovat vaikeasti kopioitavissa, minkä takia ne ovat tärkeitä kilpailuetuja. Goforen organisaatiomallin keskeisiä piirteitä ovat matala hierarkiaton rakenne, mitä kuvasta yhtiön asiakasrajapinnassa ja ei-asiakasrajapinnassa työskentelevien työntekijöiden 15:1 korkea suhdeluku (2023: 12:1). Johtamisen työkaluna on yhtiön oma toiminnanohjausjärjestelmä, joka yhtiön mukaan luo selkeää kilpailuetua. Rajusta kasvusta huolimatta Gofore on kyennyt uudistumaan ja pitämään kannattavuuden hyvänä, mikä on mielestämme todiste organisaatio- ja johtamismallin toimivuudesta ja skaalautuvuudesta.

Gofore uudisti vuodenvaihteessa organisaatiotaan. Uusi organisaatio on asiakaskeskeinen siinä, missä aikaisempi rakenne oli järjestetty osaamisaluiden perusteella. Muutoksen tulisi tukea uutta kasvustrategiaa ja vahvemmin maantieteellisiä valintoja keskittyä Suomeen ja DACH-alueeseen.

Palvelualueita

- Neuvonanto 
- Arkkitehtuuri 
- Ohjelmistokehitys 
- Ohjelmistotestaus-
automaatio 
- Pilvipalvelut 

Työntekijätyytyväisyys, keskiarvo eNPS



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 4/6

Yhtiö on jakanut toimintansa maantieteellisiin organisaatioihin Suomessa (n. 1300 asiantuntijaa) ja DACH-alueella (100-150 asiantuntijaa). Lisäksi kansainvälisiä toimituksia tehdään osin Suomesta. Suomen organisaation osa toimii neuvontanpalveluita tarjoava strategian ja konsultoinnin yksikkö (Gofore Lead), joka työllistää runsaat 300 asiantuntijaa. Suomen organisaation loput asiantuntijat toteuttavat ja suunnittelevat digitaalisia ratkaisuja, osaamisalueinaan ohjelmistokehitys, pilviteknologiat sekä ohjelmistotestaus. Osin näitä palveluja tuottavat tytäryhtiöt Rebase ja Sleek, joista Gofore omistaa enemmistön. Lisäksi n. 100 henkilöä työskentelee hallinnossa. Organisaatiomuutoksen myötä yhtiö alkoi nyt jakamaan henkilöstöä myös toimialoitain. Henkilöstöstä tai osaamisesta iso osa on kuitenkin siirrettävissä toimialojen välillä.

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

Näkemyksemme mukaan yhtiö on poikkeuksellisen hyvin

toteuttanut yritysjärjestelyitä myös tarjoaman laajentamisen näkökulmasta. Yhtiö on yritysostoin laajentunut uusille osaamisalueille, mikä on vahvistanut yhtiön osaamisportfoliota ja erottanut yhtiötä edelleen verrokeista sekä siten vahvistanut kilpailuetua. Tämä taas on realisoitunut vahvana orgaanisena kasvuna ja kannattavuutena.

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

Perustajat yhä vahvoina ankkuriomistajina ja henkilöstö laajasti omistajina

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

	Osakkeenomistajat	% osakkeista	Rooli ja historia
1	Timur Kärki	10,03	Perustaja ja HPJ
2	Mika Varjus	8,52	Perustaja
3	Petteri Venola	8,09	Perustaja
4	Jani Lammi	7,71	Perustaja
5	Keskinäinen Eläkevakuutusyhtiö Ilmarinen	5,56	
6	Alcur Fonder Keskinäinen työeläkevakuutusyhtiö Varma	4,81	
7	SEB Investment Management	3,3	
8	Evli-Rahastoyhtiö	3,02	
9	Mika Juhani Karjalainen	2,76	Silver Planet yrityskaupan kautta ja nyt Amagi-kumppanuuden kautta
10	Handelsbanken Fonder	2,5	
11	Clients Fonder	2,16	
12	Mikael Nylund Keskinäinen Työeläkevakuutusyhtiö Elo	1,97	Toimitusjohtaja
13	Juha Virtanen	1,47	
14	OP-Rahastoyhtiö	1,46	Tytäryhtiöiden hallituksessa
15	Fondita Rahastoyhtiö	1,28	
16	Danske Invest	1,26	
17	Mandatum Fund Management	1,1	
18	Nordea Funds	0,99	
19	Sp-Rahastoyhtiö	0,94	
20	Juhana Henriikki Huotarinen	0,9	
21	EMK Invest Oy	0,89	Rebase vähemmistö-omistuksessa
22	Gay-Lussac Gestion	0,81	Konsernin johtoryhmässä
23	Sami Kallio	0,8	
24	Sami Somero	0,74	Hallituksen jäsen
25		0,74	

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 5/6

Henkilöstö omistaa myös laajasti Goforea. Listautumisen yhteydessä yhtiö sitoutti työntekijöitään henkilöstöannin kautta. Vuodesta 2018 lähtien yhtiö on toteuttanut henkilöstön osakesäästöohjelmia. Henkilöstöstä yhtiön arvion mukaan ~60 % omistaa Goforen osakkeita, mikä on suhteellisesti suuri osuus. Osakesäästöohjelma ja suuri henkilöstöomistus sitouttavat hyvin työntekijöitä ja laskevat vaihtuvuutta.

Hallintorekisterin kautta Goforea omisti marraskuun lopussa 19,5 %, kun se 2020 alussa oli vielä alle 1 %:n.

Hallintorekisterin omistusmuutos kuvastaa ulkomaalaisten sijoittajien kiinnostuksen nousua.

Liiketoimintamalli

Pääosin puhdas asiantuntijayritys

Gofore on pääosin puhdas asiantuntijayritys eli yhtiön liiketoimintamalli perustuu konsultointiin (2024: 99 %). Viimeisimmän Creanex-yritysoston myötä yhtiön tarjooma laajeni käsittämään myös teollisuuden simulaatio-ohjelmisto ja –laitteiden tuoteliiketoimintaa. Tuoteliiketoiminnan kokoluokka on hyvin pieni (1 %), mutta se kasvoi vahvasti viime vuonna ja yhtiö panostaa jatkossa myös tuoteliiketoimintaan (2024 T&K 0,5 MEUR). Tuotteet ovat vahvasti linkissä yhtiön konsultoinnin kanssa, jonka myötä ne vahvistavat tarjontaa ja kilpailuetua teollisuuden asiakaskentässä. Pilvipalveluissa yhtiö keskittyy pääpainolla pilvitransformaation konsultointiin ja itse pilvikapasiteetin jälleenmyynti on toissijaista.

Gofore myy asiantuntijoitaan pääasiassa tuntilaskutuksella (2024: 93 %). Yhtiön yhtenä strategisena tavoitteena on pyrkiä järjestämään liiketoiminta niin, että se ei kanna asiakkaidensa riskejä omassa liiketoiminnassaan. Tuntilaskutukseen perustuva liiketoimintamalli on ollut sektorilla vuosia yhdistävä tekijä parhaiten kannattaneiden

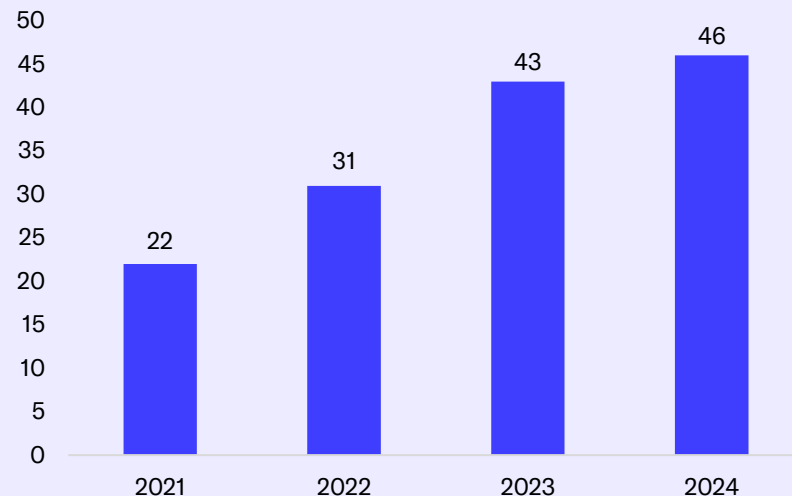
yritysten välillä ja osasyys myös käännetyhtiöiden parantuneiden kannattavuuksien takana. Gofore ja koko sektori ei ole näin samalla tavalla kantanut kiinteähintaisten projektien riskiä. Nopean tekoälykehityksen ja oman tuoteliiketoiminnan myötä näemme mahdollisena, että Goforellakin kiinteähintaisten toimitusmallit hieman yleistyvät.

Kansainvälisesti yhtiö tavoittelee toimitusmallia, jossa työ tehdään osin Suomesta käsin. Arviomme mukaan erityisesti kansainvälisissä julkisen sektorin asiakkuuksissa yhtiön vahva osaaminen Suomessa luo kilpailuetua ja mahdollistaa near-shoren hyödyntämisen. Tästä ei kuitenkaan vielä ole suuremmin näyttöjä. Sen sijaan yksityisellä sektorilla yhtiö on tehnyt pienissä määrin projekteja Suomesta kansainvälisiin markkinoihin.

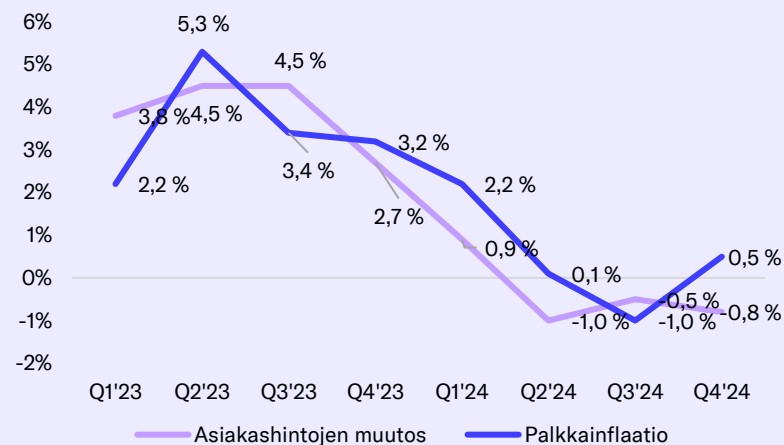
Gofore käyttää sektorille tyypilliseen tapaan omien asiantuntijoidensa ohella alihankintaa tarpeen mukaan. Näin yhtiö pystyy vastaamaan kysynnän vaihteluihin ja niiden osaamisen nopeaan hankkimiseen, joita se ei itse tarjoa tai ei ole vapaana sillä hetkellä. Tehokas alihankintaketjun johtaminen on myös kilpailuetu. Alihankinnan käyttö tuo joustavuutta liiketoimintaan ja toimii osin ratkaisuna osaajapulaa. Toisaalta alihankinta on yleensä katerakenteeltaan myös matalampaa liiketoimintaa. Alihankinnan osuus liikevaihdosta oli 16 % vuonna 2024.

Yhtiö on viime vuosina kehittänyt myös uusija malleja houkutellakseen osaajia. Tästä esimerkkinä ovat Sleek ja Rebase, joista yhtiö omistaa noin 2/3 ja yhtiöiden toimiva johto ja työntekijät loput. Kyseiset yritykset toimivat eri työnteke- ja palkkamalleilla (provisiomalli), jota Gofore ei tarjoa. Näin yhtiö pystyy vastamaan osaajatarpeisiin ja käyttämään heitä omissa projekteissaan. Rebase on perustettu vuonna 2020 ja työllistää reilu 80 henkilöä. Sleek on perustettu vuonna 2022 ja työllistää reilu 40 osaajaa.

Asiakkaat jotka tuovat yli 1 MEUR liikevaihtoa



Asiakashintojen ja palkkojen muutos, %



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 6/6

Tyypilliset asiakkuudet

Gofore on jo vuosia tavoitellut asiakkaan kanssa kumppanoitumista ja pitkäaikaista yhteistyötä sekä siten asiakaskoon kasvattamista. Viime vuosina yhtiön asiakaskoko on kasvanut hyvin. Asiakasmäärä joiden liikevaihto Goforelle on yli 1 MEUR on kasvanut hyvin ja oli 46 kappaletta vuonna 2024, kun se vuonna 2020 oli 14 asiakasta. Samalla suurimpien asiakkaiden riippuvuus on kuitenkin laskenut. 5 suurinta asiakasta muodosti 27 % liikevaihdosta vuonna 2024, kun vuonna 2020 vastaava luku oli vielä erittäin korkea 42 %. Vahvoja asiakassuhteita kuvastaa myös se, että vuoden 2024 aikana 95 % liikevaihdosta tuli olemassa olevilta asiakailta.

Sidosryhmissä korkea tyytyväisyys

Goforen tekeminen on vahvaa monella rintamalla. Sektorilla monet ovat voittaneet eri työntekijäkilpailuja eri vuosina, kuten myös Gofore. Goforen työtyytyväisyys on ollut koko seurannan hyvällä tasolla, mitä kuvastaa eNPS luku 44 syksyllä 2024, joka on hieman kevättä (34) korkeampi. Yhtiö ei ole joutunut useimpien muiden listattujen verrokkien tapaan pitämään muutosneuvotteluita Suomessa. Lisäksi henkilöstömäärän kehitys ja matala vaihtuvuus (9 % vuonna 2024) kuvastavat tyytyväisyyden olevan edelleen hyvä. Yhtiön vaihtuvuus on näin alle 10 %:n tavoitetason. Vahva osaaminen ja asiakastyytyväisyys erityisesti julkisella sektorilla näkyvät yhtiön julkisen sektorin kilpailutuksien hyvässä menestyksessä. Korkea tyytyväisyys osaajissa ja asiakkaissa luovat vahvan perustan rakentaa kasvavaa ja kannattavaa liiketoimintaa. Nyt kuitenkin kilpaillaan enemmän asiakkaista ja myös tässä tukee yhtiön suuret ja jatkuvat asiakkuudet.

Työntekijätyytyväisyys on jälleen tärkeä kilpailuetu, kun osajista aletaan jälleen kovemmin kilpailemaan.

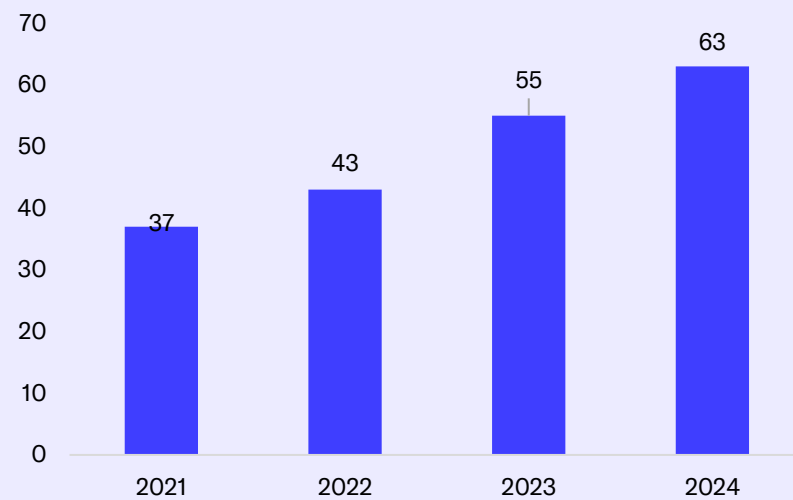
Gofore kehittää omaa johtamisen työkaluaan, jonka avulla on tarkoitus pystyä mittaamaan ja johtamaan liiketoiminnalle keskeisiä seikkoja, kuten asiakas- ja henkilöstötyytyväisyyttä, myyntiä ja resursointia. Tarkoitus on tietoa keräämällä ja sitä reaaliaikaisesti analysoimalla ja jakamalla mahdollistaa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

Yhtiö panostaa järjestelmän kehitykseen edelleen ja siihen sitoutuu tällä hetkellä vajaa 20 henkilön resurssit. Kyseessä on tuloksen kannalta selkeä panostus yhtiöltä, koska vaihtoehtoisesti tällä henkilömäärällä voitaisiin tehdä noin kahden MEUR:n edestä liikevaihtoa ja siten tulosta kerryttävää työtä.

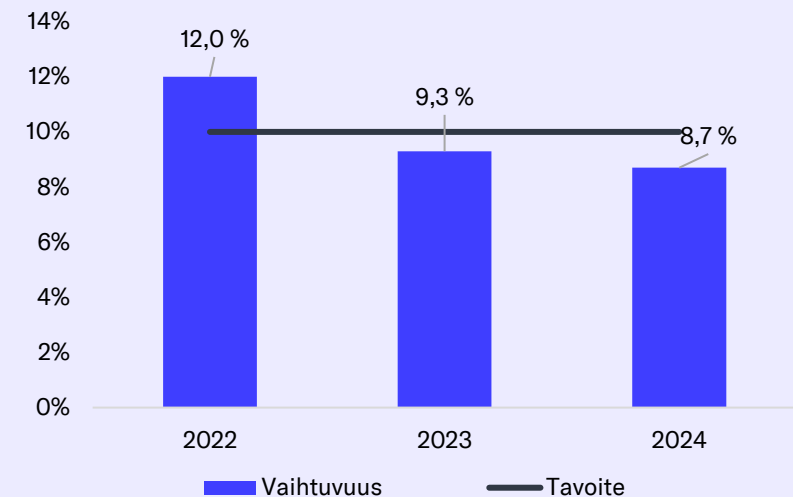
Alusta on keskeinen osa osaamishallintaa ja asiakastarpeen yhdistämistä. Näin alusta on tärkeä osa laskutusasteiden ja kannattavuuden hallintaa.

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

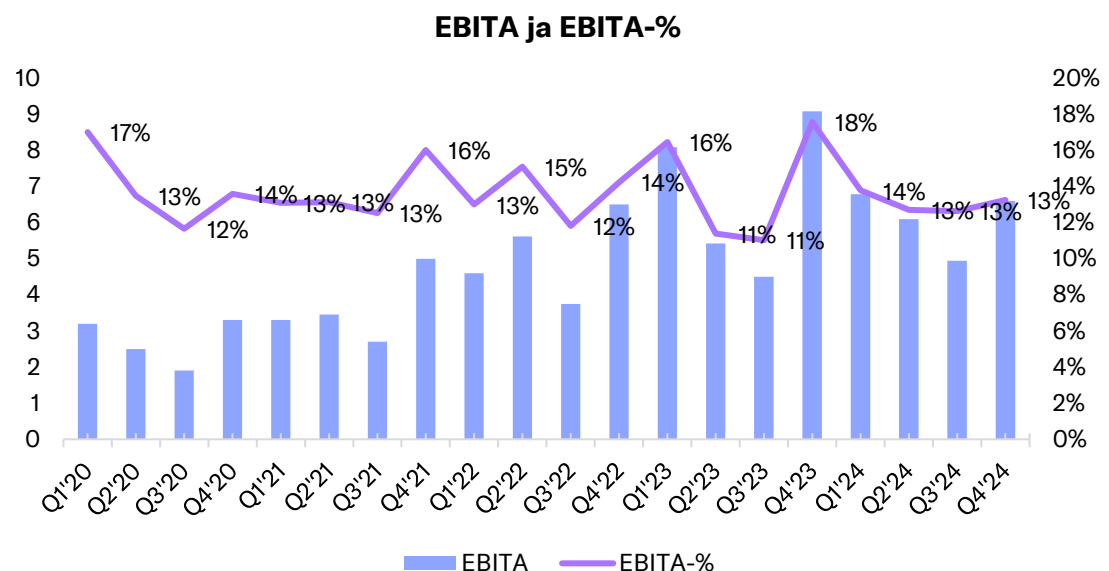
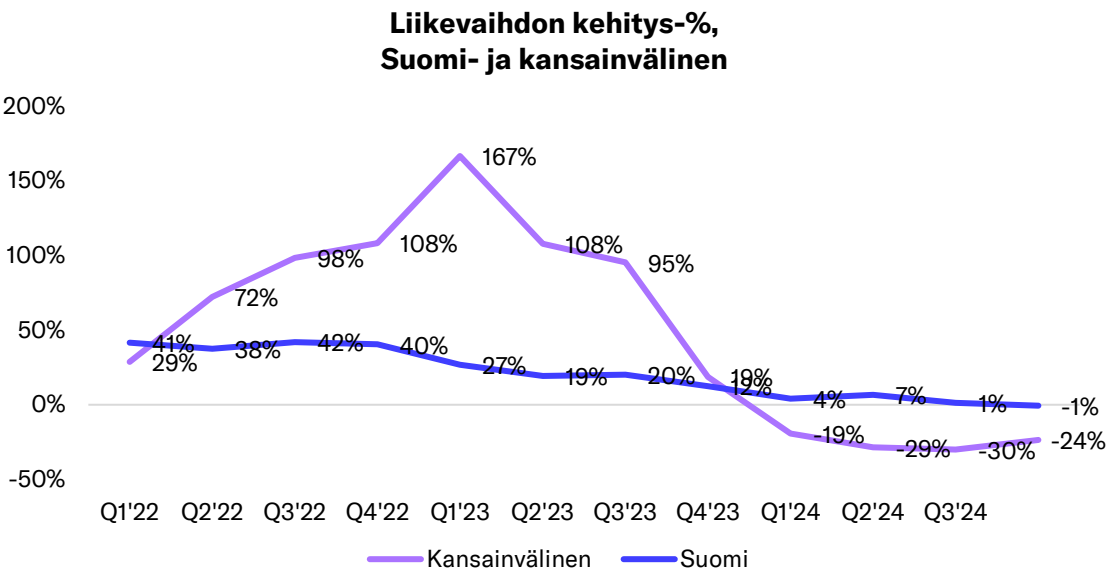
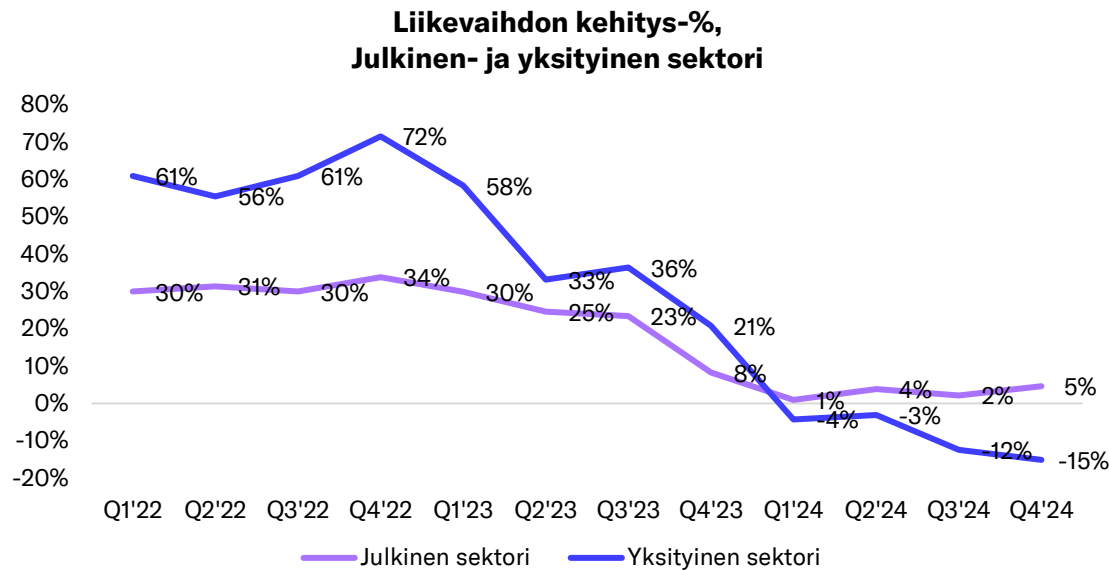
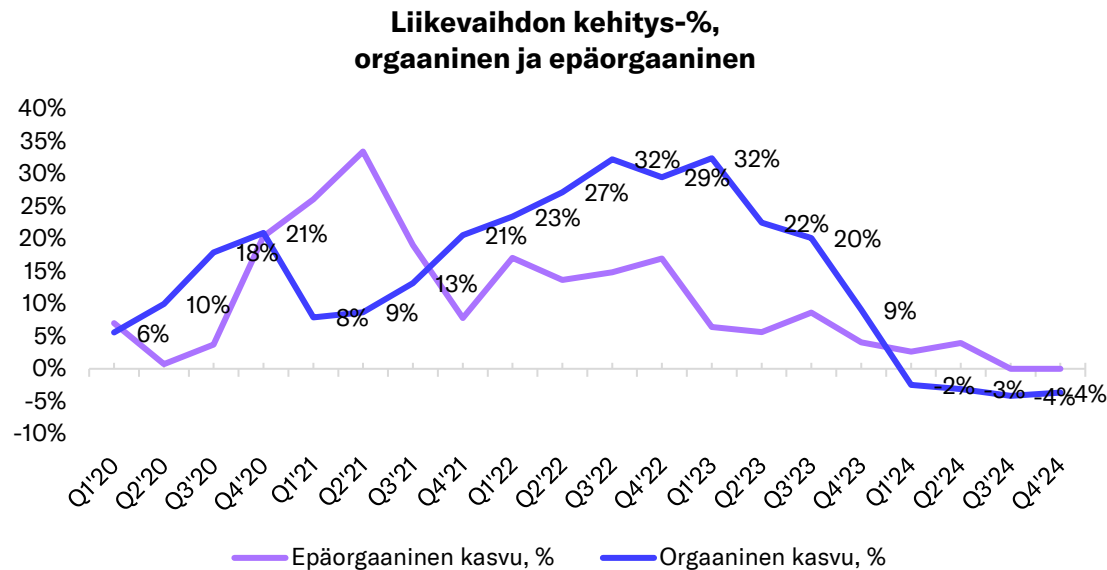
Asiakastyytyväisyys, NPS



Vaihtuvuus



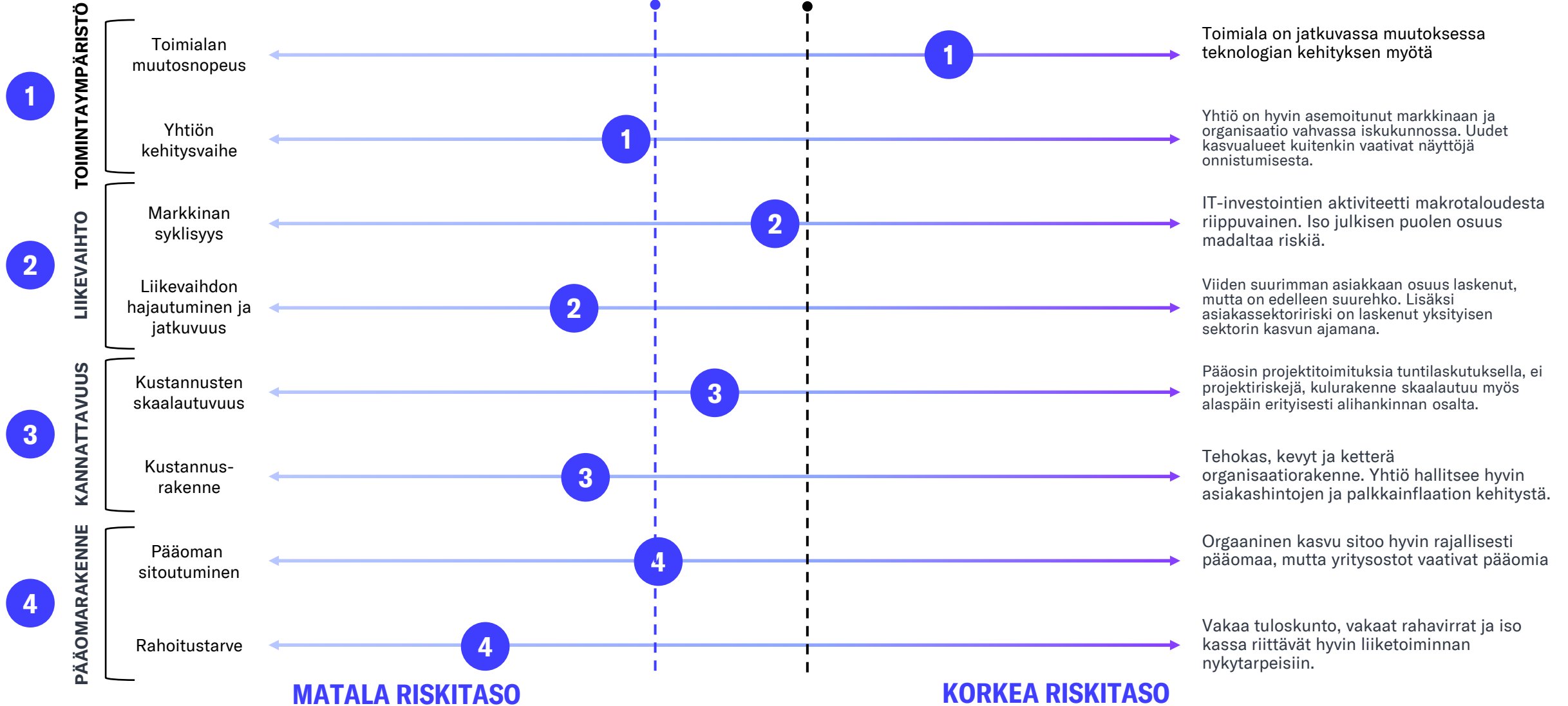
Goforen keskeisiä tunnuslukuja



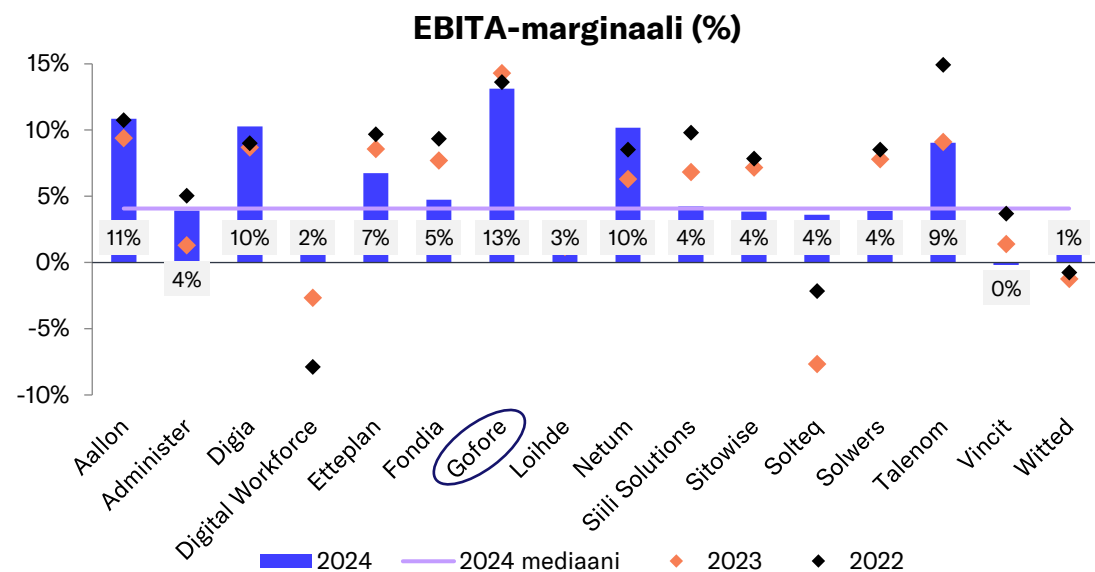
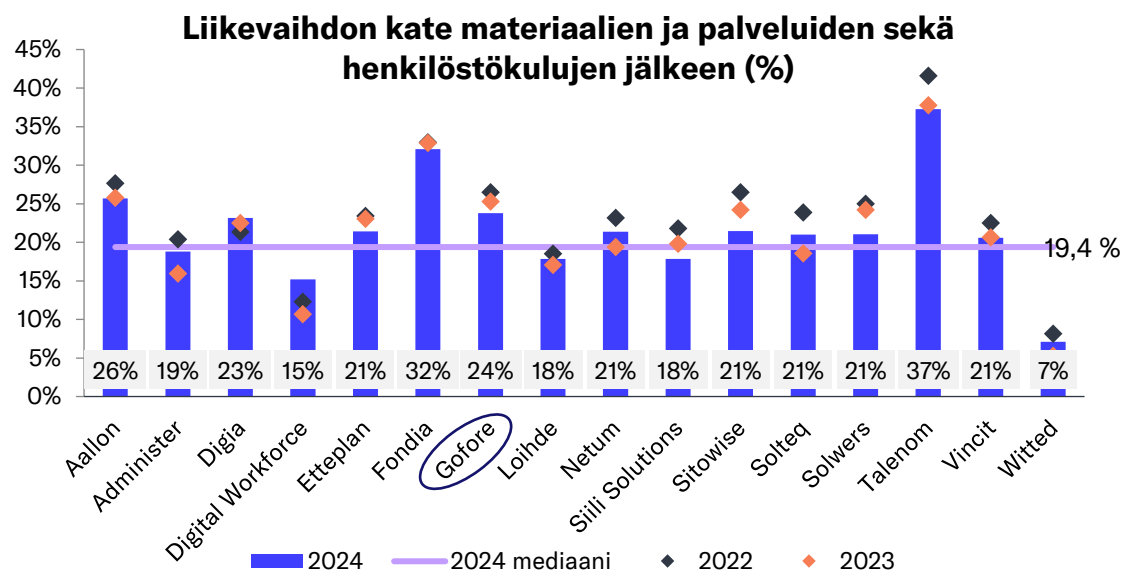
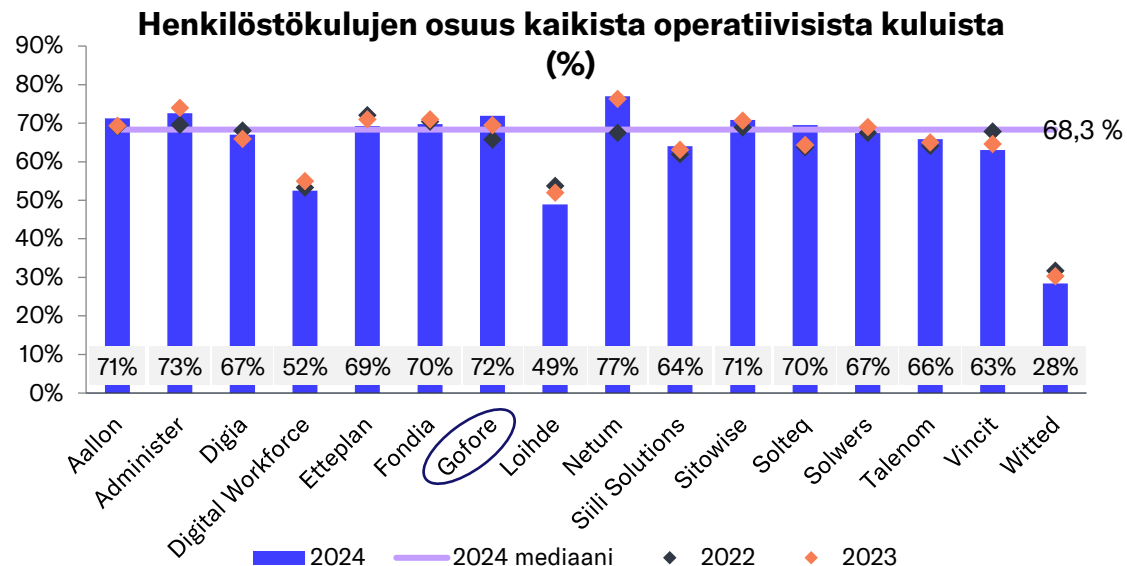
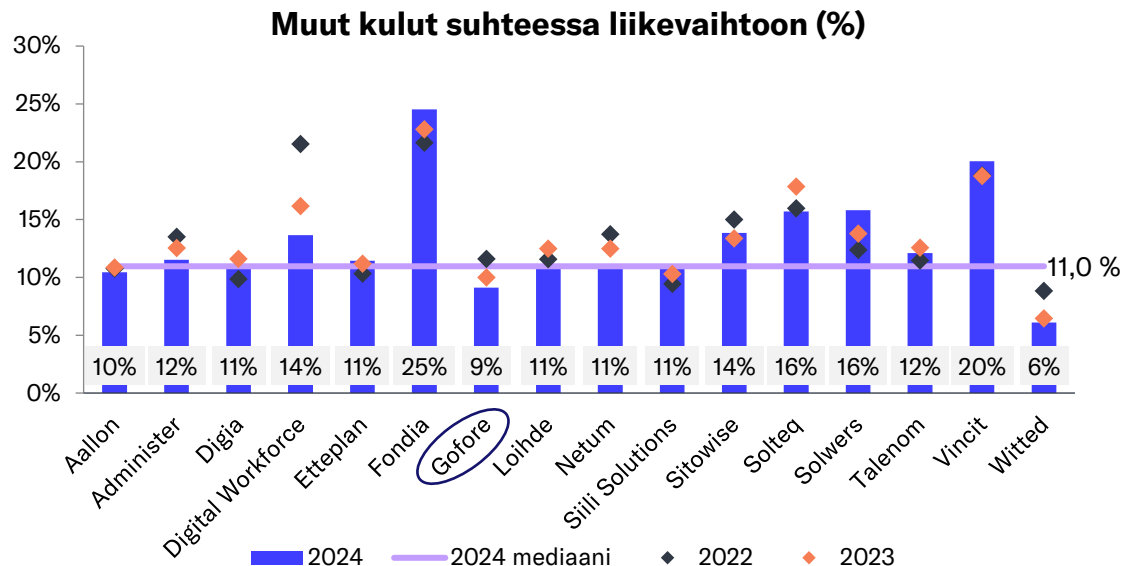
Liiketoimintamallin riskiprofiili

Arvio Goforen liiketoiminnan
kokonaisriskitasosta

Verrokkien riskiprofiili

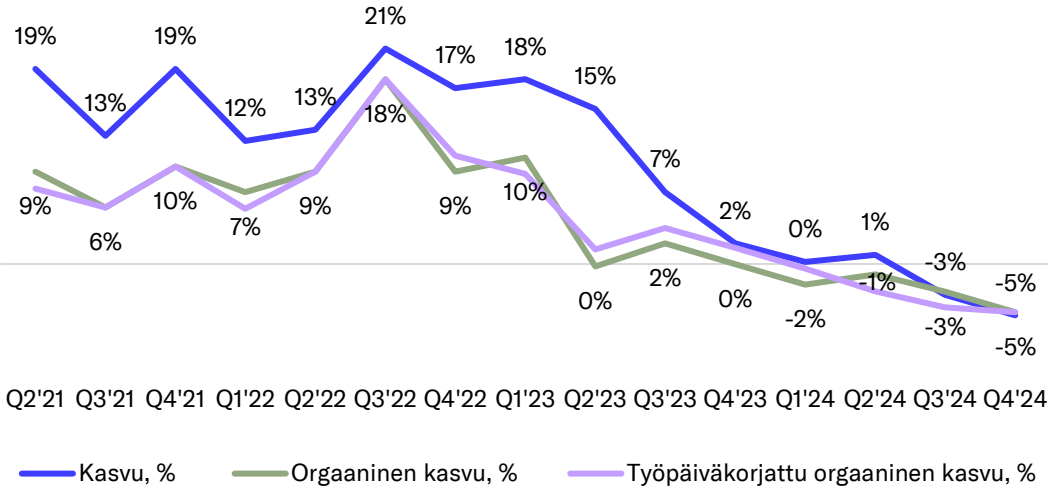


Asiantuntijayhtiöiden relevantit raportoidut mittarit

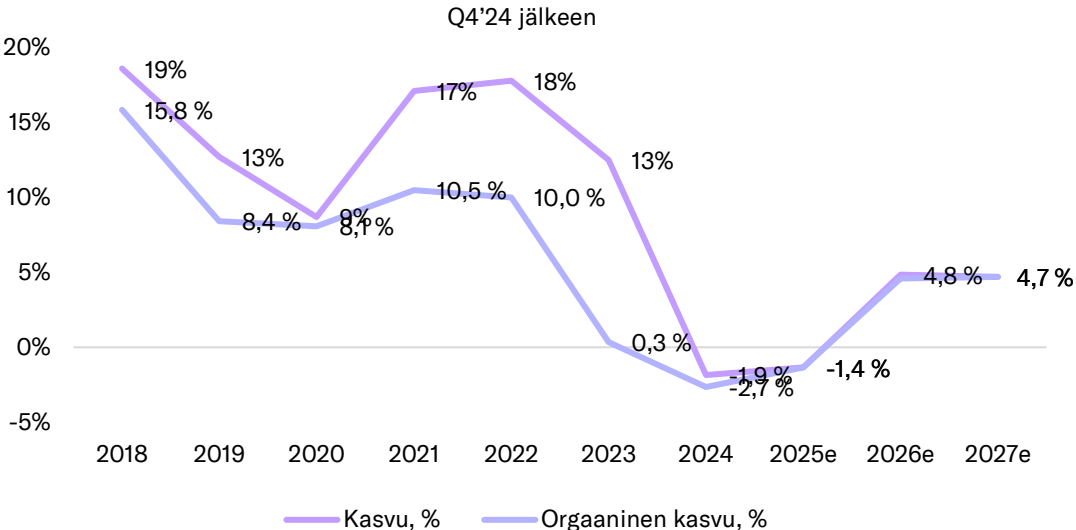


Sektorin relevantit raportoidut mittarit 2/2

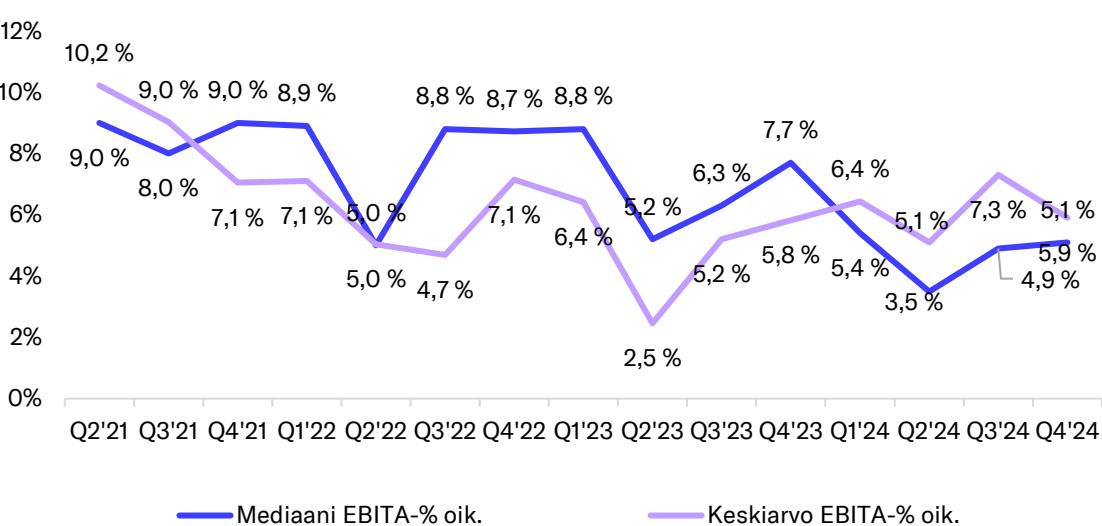
Suomen listattu IT-palvelusektori, liikevaihto



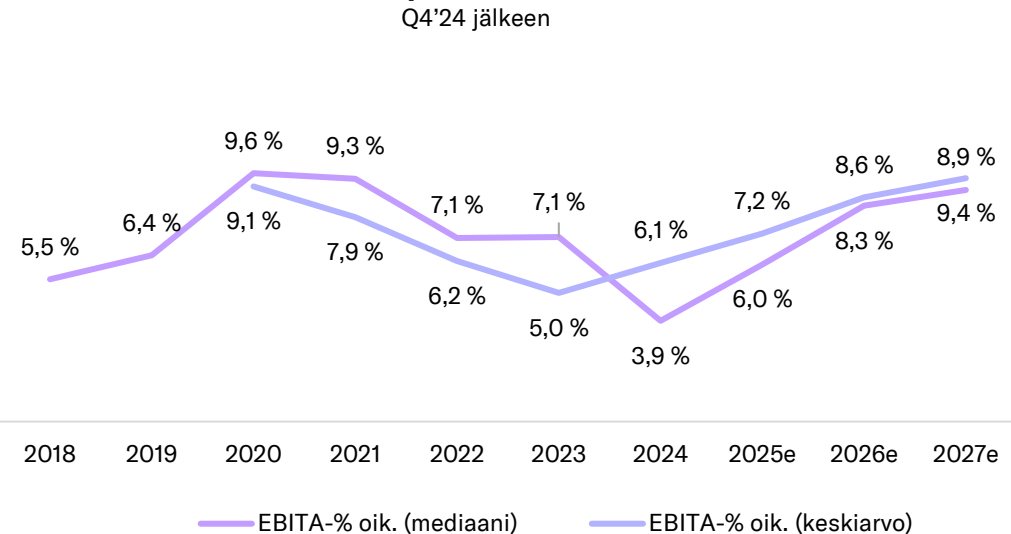
Suomen listattu IT-palvelusektori, liikevaihto



Suomen listattu IT-palvelusektori, kannattavuus



Suomen listattu IT-palvelusektori, kannattavuus



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. Goforella julkinen sektori vastaa 60 % liikevaihdosta ja yhtiö odottaa julkisen sektorin markkinan kasvavan maltillisesti. Yhtiö odottaa omien yksityisen sektorin kasvualueiden kasvavan vahvasti tai erittäin vahvasti, mikä tarkoittaa arviomme mukaan >10 %:n kasvua..

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.

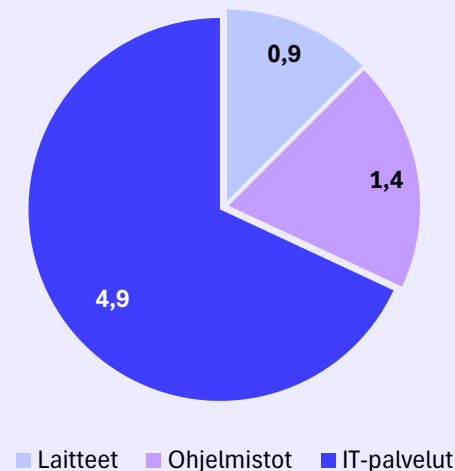
Markkinan kasvua hidastavat perinteisten infra- ja vanhemman sukupolven ohjelmistoratkaisuiden laskevat kysynät. Lisäksi perinteiset IT-järjestelmät modernisoituvat, joka on luonut ikään kuin näiden kahden osa-alueen väliin nopeasti kasvavan alueen (esim. SAP:n pilvisiirtymä).

Radar ennustaa Suomen IT-markkinan kasvavan vuosina 2024 ja 2025 kokonaisuudessaan 1,7 % vuosittain ja palveluiden 2,4 % vuosittain. IT-palvelumarkkinan sisällä kasvua vetää pilviratkaisu (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.

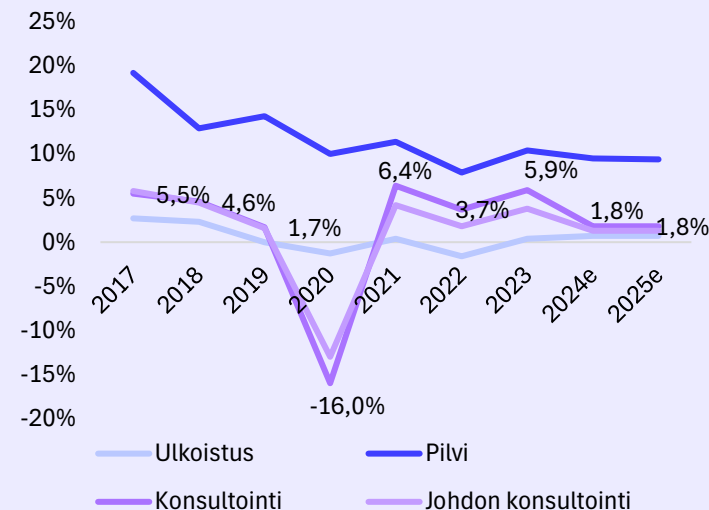
Palvelualueittain markkinaa nopeammin kasvavia osia ovat tutkimuksemme mukaan pilvipalvelut, transformaatiojohtaminen, data & analytiikka, automaatio ja tekoälyratkaisut. Tietoturvapalvelut ovat olleet viime vuosina paljon puhuttu kasvualue, mutta useilla toimijoilla on ollut haasteita saada liiketoiminta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

Gofore on onnistunut pääsemään markkinan kasvuun hyvin kiinni asemoitumalla IT-markkinan nopeimmin kasvaville palvelualueille. Yhtiö on ollut Suomen voimakkaimmin kasvaneita IT-palveluyhtiöitä jo useiden vuosien ajan.

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



Suomen IT-palvelumarkkinan palveluittain, muutos-%



IT-palvelumarkkina 2/9

Lyhyellä aikavälillä markkinassa on epävarmuutta

Odotamme IT-palvelusektorin suorituksen paranevan kokonaisuutena vuonna 2025. Kysyntäympäristö on kuitenkin edelleen tarkkaileva ja varovainen. Digitalisaation trendi ei ole pysähtynyt ja nopeammin kasvavia alueita löytyy edelleen, kun kriittisten toimintojen kehitystä ei voida pysäyttää. Suurin huolenaiheemme sektorilla on edelleen kovana jatkunut hintakilpailu, erityisesti julkisella sektorilla. Ennustamme listattujen suomalaisten IT-palveluyhtiöiden orgaanisen liikevaihdon olevan kokonaisuutena vertailukauden tasolla. Vuosina 2019-22 seuraamiemme yhtiöiden orgaaninen kasvu oli keskimäärin 9 % vuosittain ja 2023-24 keskimäärin -1 %.

Liikevaihdon osalta yhtiöjoukossa on vähän hajontaa, mutta kannattavuuksien osalta hajonta on suurta. Suomen ja Euroopan odotettu hiljalleen vahvistuva yleinen talouskehitys sekä korkotason lasku antavat hieman valoa tunnelin päähän ja luovat mielestämme edellytykset asteittain vahvistuvalle kysyntänäkymälle vuonna 2025. Odotamme yksityisen sektorin kääntyvään kohti parempaa ennen julkista sektoria. Kysynnän piristymisen ajoitusta ja kulmakerrointa on kuitenkin vaikea arvioida, mikä pitää epävarmuuden koholla. Sektoritasolla ennustamme liikevaihdon (v/v) kääntyvän kasvuun Q4'25:llä.

Markkinan pitkän aikavälin kasvunäkymät ovat edelleen hyvät

Yhteiskunnan digitalisoituminen edellyttää toteutuakseen valtava 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 rajatummalla riskiprofiililla. Markkinan voidaan odottaa kasvavan makrotaloutta nopeammin pitkällä aikavälillä.

Markkina elää kuitenkin sykleissä ja yritysten ulkoa ostamien IT-palvelujen määrä voi myös laskea ja hintakilpailu kiristyä, kuten 2022-24 heikentyneessä taloustilanteessa. Kuumina vuosina osajapula tuki osin IT-palveluyhtiöiden kasvua, kun asiakkaat eivät saaneet rekrytoitua ja joutuivat ostamaan haluamaansa enemmän palveluja.

IT-investointien muuttuva luonne jakaa markkinaa

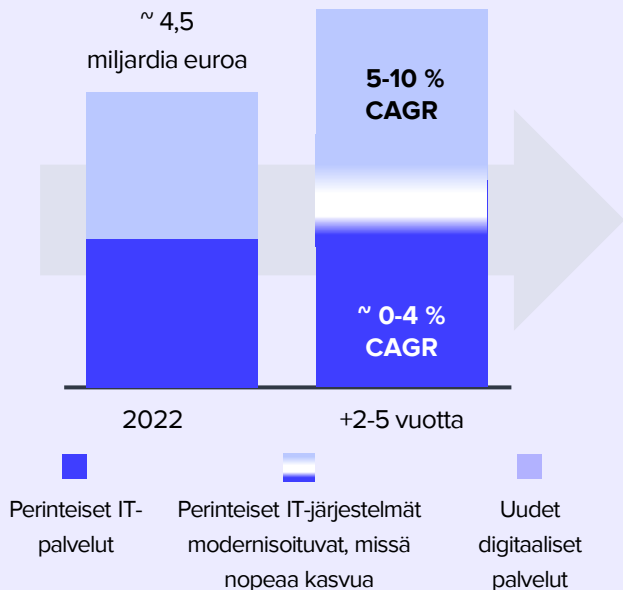
IT-palvelumarkkinan muutosta viimeisen reilun 10 vuoden aikana voidaan havainnollistaa yksinkertaistettuna jakamalla markkina voimakkaasti kasvaneisiin uusiin digitaalisiin palveluihin sekä hiipuvaan perinteiseen tietojärjestelmäkehitykseen. Markkinan murros loi voimakkaan kasvumahdollisuuden monille 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 arvioimme 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 rajapintaratkaisuille olemassa olevien järjestelmien päälle.

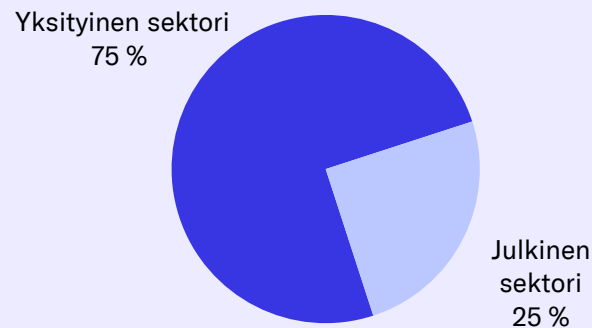
Tämä trendi on vastaavasti palauttanut kilpailuetua perinteisemmille toimijoille, kun taas monet, pääasiassa osajahankinnalla menestyneet digipalveluiden kehittäjät ovat joutuneet arvioimaan strategioitaan uudelleen.



Suomen IT-palvelu markkina ja kasvukuva

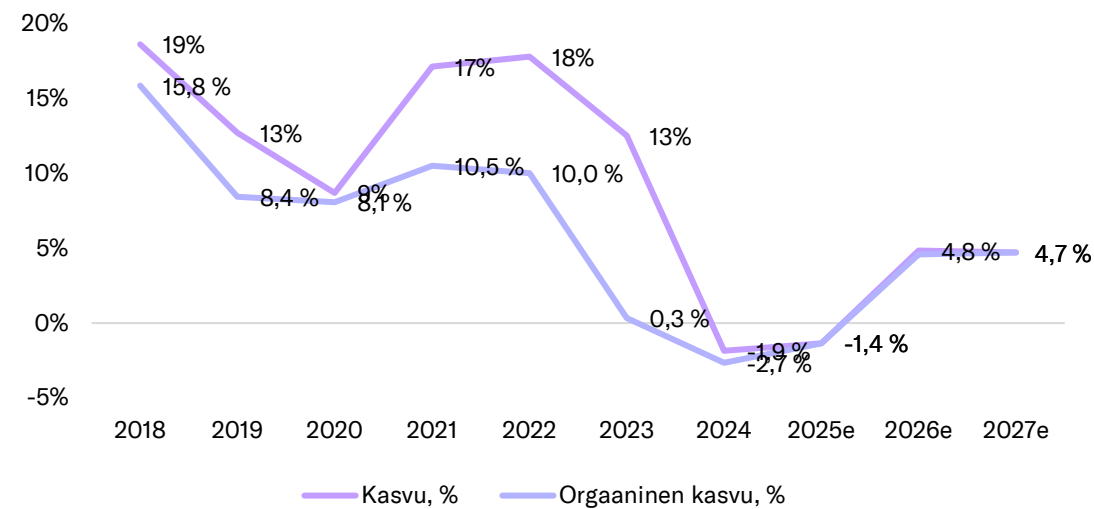


Markkinan jakautuminen sektoreittain

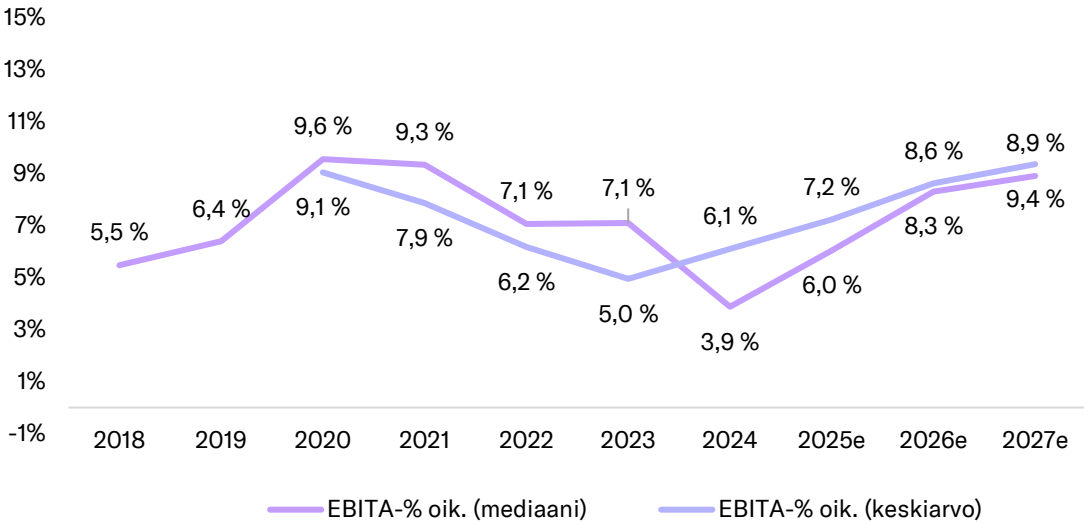


Pörssilistatun IT-palvelusektorin kehitys ja odotukset Suomessa

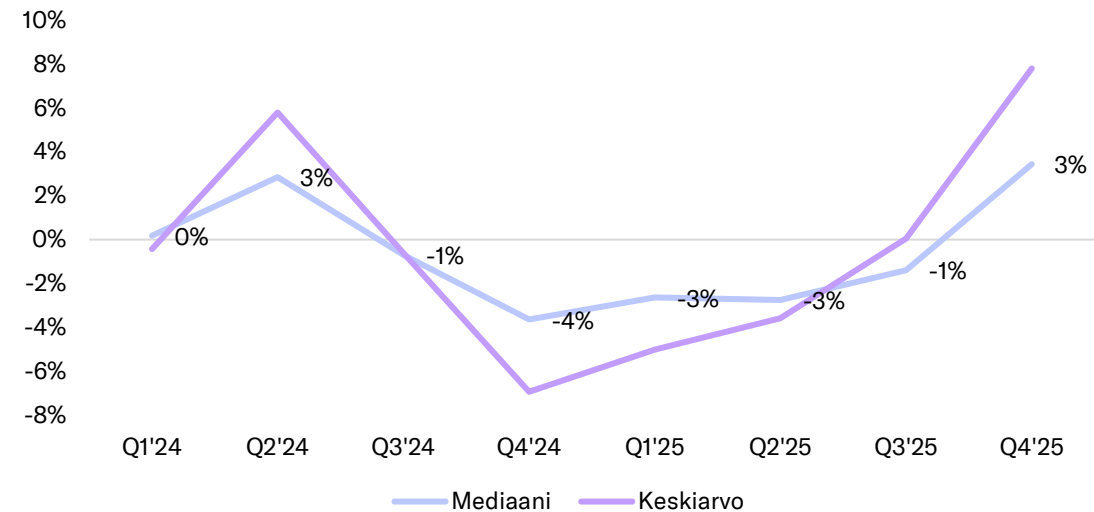
Suomen listattu IT-palvelusektori, liikevaihto



Suomen listattu IT-palvelusektori, kannattavuus



Kvartaalikohtainen kasvu-%

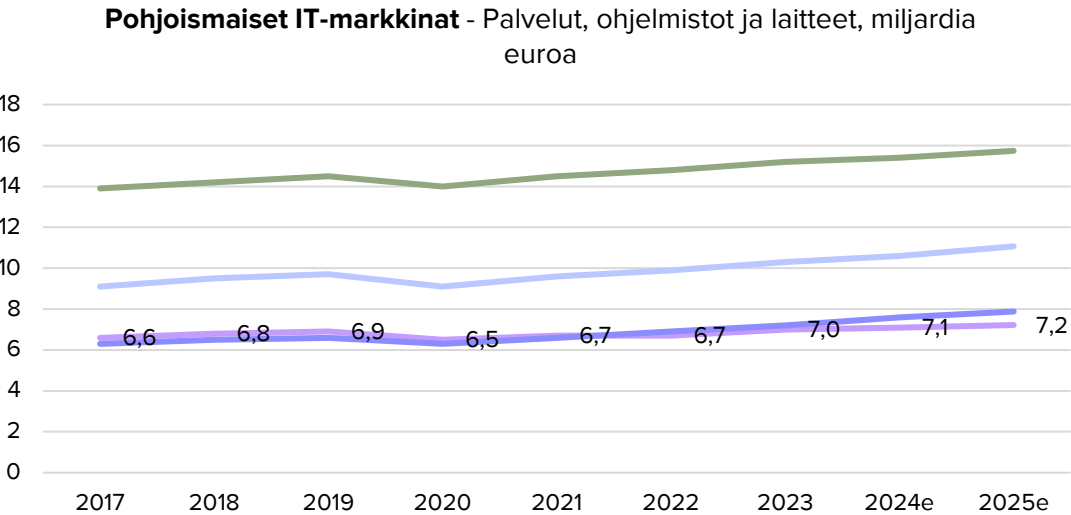


Saksan markkina ja Pohjoismaista IT-markkinadataa

Saksan markkina

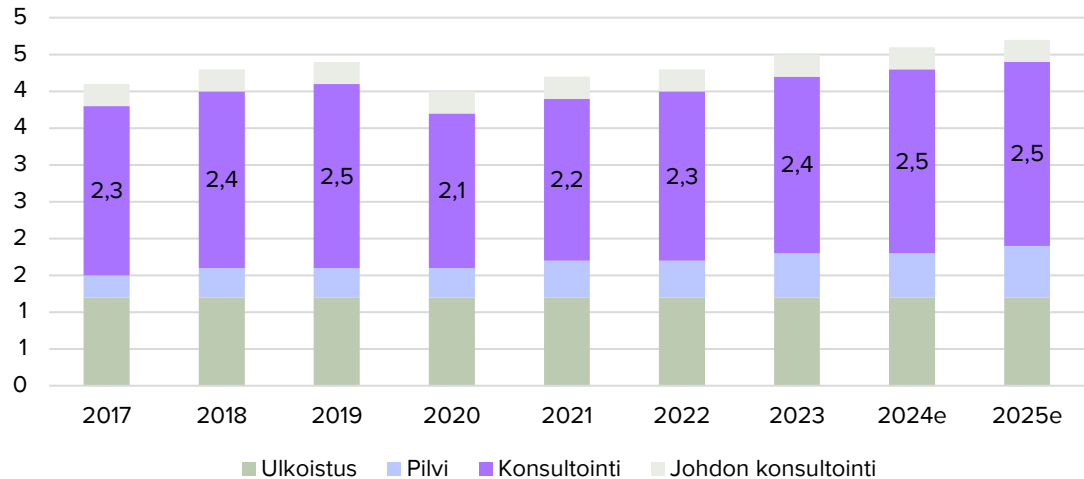
Goforen tavoitteleva Saksan markkina on yhtiön mukaan noin kymmenen kertaa Suomen markkinan kokoinen. IT-palvelumarkkinan kehitys on yhtiön mukaan muutaman vuoden Suomea jäljessä. Julkinen sektori on keskimäärin kehitystä eniten jäljessä, mutta Gofore panostaa vahvemmin yksityisen sektorin asiakkaisiin,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

Asiakashintojen ero on Saksassa leveämpi kun suomessa ja Goforen laskutuksen hintapiste on hieman Suomea korkeampi. Palkkakustannus eroaa Saksassa Suomea enemmän riippuen kaupungista. Saksan markkinalla inflaatiopaine menee vahvemmin palkkoihin, mikä luo painetta myös asiakashintoihin. Goforen tavoitteena on viedä Suomen erityisosaamista (pilvi ja design) osaamista Saksaan.

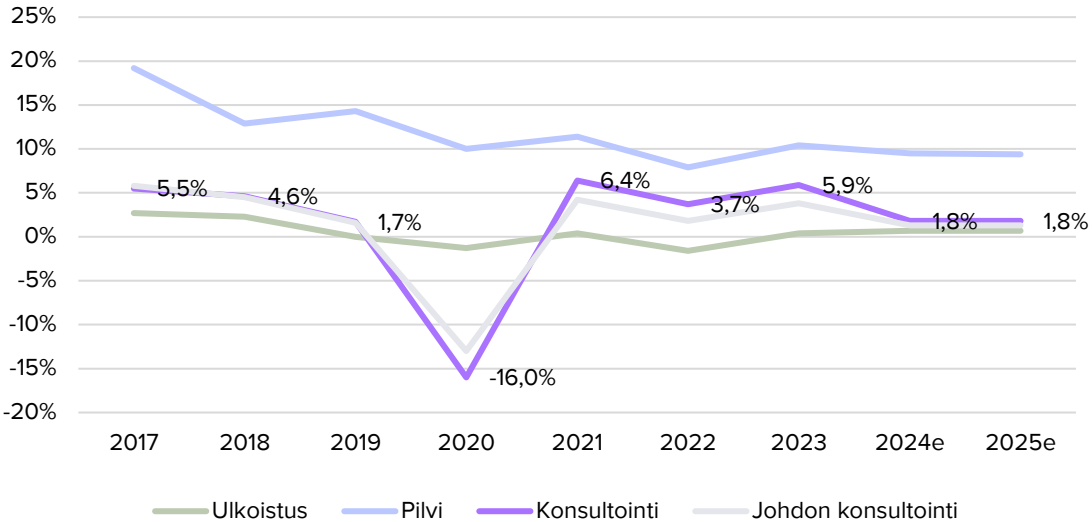


Lähde: : Radar Nordic Outlook 2024 (9/24)

Suomen IT-palvelumarkkina palveluittain, miljardia euroa



Suomen IT-palelumarkkina palveluittain, muutos-%



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. Goforen strategia ja kulttuuri perustuvat juuri muutосkykyyn ja markkinamuutoksiin nopeaan reagointiin, mikä antaa yhtiölle hyvät valmiudet pärjätä voimakkaasti muuttuvassa markkinassa. Yhtiön historialliset näytöt ovatkin vakuuttavat tämän osalta .

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 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-fuusion jälkeen) sekä erityisesti IT-generalistit, kuten Tietoevry ja CGI. Tällä alueella markkinan kasvu on ollut hidasta ja ominaista on korkea alalle tulon kynnys. Vanhojen järjestelmien modernisoituminen 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 Tietoevry, Fujitsu) vahvuus ja alalle tulon kynnys korkea, koska markkina on edellyttänyt skaalaetuja ja investointeja. Pilvimurroksen myötä markkinalla on kuitenkin käynnissä uusjako, mikä on synnyttänyt uusia nopeasti kasvavia toimijoita (kuten Nordcloud) ja apajilla ovat myös monet keskisuuret IT-konsultit (kuten Gofore, Siili ja Enfo). Tällä markkinalla on nopeasti hiipuvia (paikallinen infra) ja rajusti kasvavia alueita (pilvialustat).

Näiden kolmen markkinan läpi leikkaavia palvelualueita ovat muun muassa data ja analytiikka, tekoäly (merkitys kasvava), integraatio, tietoturva sekä ohjelmistorobotiikka. Uusien digitaalisten palveluiden kehitykselle ominaista ovat matalat alalle tulon kynnykset, kun taas taustajärjestelmä-osaamista on vaikeampi hankkia.

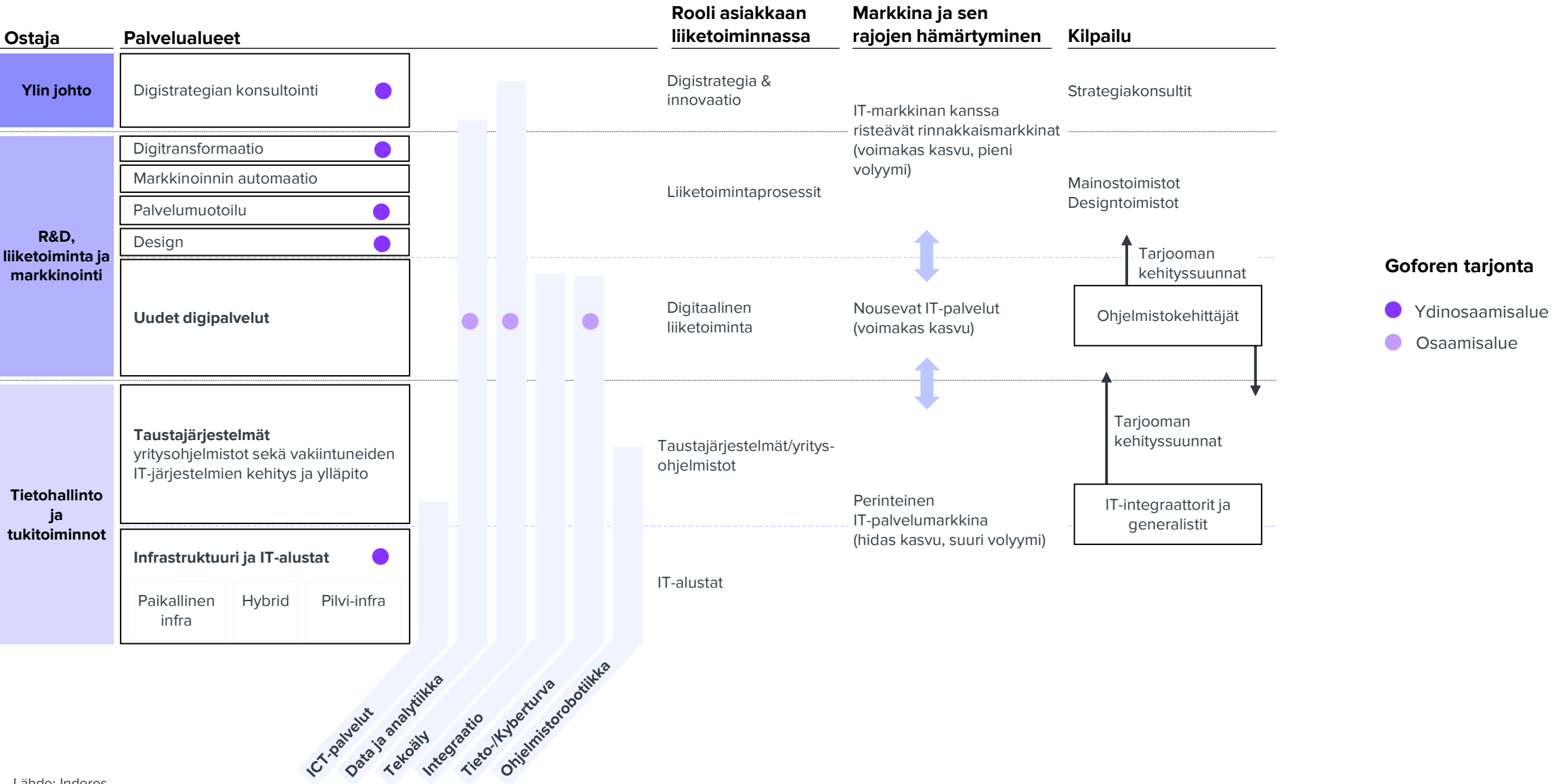
Pidemmän aikaa jo näkyvin trendi markkinalla on ollut IT-talojen pyrkimys päästä kiinni asiakkuuksiin jo hankkeiden suunnitteluvaiheessa, sillä yhden suunnittelutyötunnin myynti on tarkoittanut moninkertaista määrää ohjelmistokehitystuntien myyntiä. Monet toimijat pyrkivät vahvempaan asemaan arvoketjussa 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. Goforen toiminnasta noin neljännes on neuvonantoa. Yhtiö profiloituu organisaatioiden laaja-alaiseksi digitransformaation konsultiksi, mikä erottaa sitä ohjelmistokehittäjätalosta.

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

Yhteistä kaikkien keskisuurten 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. Tästä hyvä esimerkki on Digian viime vuosien hyvä kehitys, jossa laaja tarjooma, onnistunut laajentuminen kasvualueille ja taustajärjestelmäkyvykkyydet vaikuttavat olleen avaintekijä.

IT-palvelumarkkinan jakautuminen



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 kyvykkyyksien rakentaminen on vaikeaa. Tämä suuntaus elinkaariajatteluun on puhtaiden digipalveluiden kehittäjien yksi haaste kilpailussa generalisteja vastaan.

Trendit organisaatioiden IT-ostamisessa

Digitalisaatiomurros ajaa näkemyksemme mukaan asiakkaiden ostokäyttäytymistä seuraaviin trendeihin, joissa on sekä hyötyjä että häviöjä:

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.

Data ja analytiikka on yksi markkinan kuumimmista trendeistä. Hyvälaatuista dataa 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 häviäjät ovat taas ne jotka eivät tätä pysty rakentamaan.

Tietoturva 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 puuttuminen on toimittajalle selkeä maineriski. Geopoliittinen tilanne on entisestään lisännyt kysyntää.

Useat sektorin yhtiöt ovat investoineet ja investoivat tietoturvakyvykkyyksiinsä, mutta toivottu kysyntä ei ole realisoitunut ja laskutusasteet ovat laajalti vielä matalat.

Automaatio ja ohjelmistorobotiikka ovat myös nousemassa palvelualueina tärkeämpään rooliin. Automaatio mahdollistaa tuottavuuden parantamisen, joustavuuden, skaalautuvuuden ja paremman laadun sekä asiakaskokemuksen ilman suuria ja kalliita järjestelmähankkeita. Useat sektorin yhtiöt ovat kehittäneet tai hankkineet tätä osaamista (mm. Digital Workforce on alan pioneeri).

Toimittajia keskitetään: Tässä vahvoilla ovat pitkäaikaiset strategiset kumppanit, toimialaosaamista omaavat yhtiöt, kriittisen osaamisen vahvat tekijät ja ne, joilla on laaja palvelutarjooma. 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 osajista, jolloin asiakkaiden vaatimustaso konsulteille kasvaa. Gofore laajensi juuri strategiapäivityksessään toimialafokusta kattamaan useamman toimialan.

IT-palvelumarkkina 5/9

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

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. Goforella on suuri alihankintaverkosto ja yhtiö on käyttänyt sitä jatkuvasti.

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 arvionluonnin kannalta liiketoimintakriittisten IT-järjestelmien kehityksen. Tämä trendi elää kuitenkin 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.

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.

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.

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.

IT-budjettien omistus asiakkailla 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 fokuksituneet yhä enemmän toimialoittain.

IT-palvelumarkkina 6/9

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 joustu 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).

Palkkainflaatio on eri yhtiöiden kanssa käymiemme keskusteluiden perusteella ollut vuosina 2020-2024 1-6 % välillä osaamispainotuksesta riippuen. Teknologiateollisuuden 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 vuoden aikana asiakashinnat ovat kuitenkin laskeneet, joillain tarjoama-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.

Keskipitkällä ja pitkällä aikavälillä, kun kilpaillaan jälleen

osaajista, junioriresurssien laajempi käyttö ratkaisisi osaajapulaa, helpottaisi palkkainflaatiota ja lisäisi tehokkuutta. Nearshorea on myös käytetty ratkaisuna osaajapulaan ja hillitsemään palkkainflaatiota, kun markkina oli kuuma. Keskipitkällä ja pitkällä aikavälillä voittajia ovat myös ne jotka pystyvät tuottamaan asiakkaalle lisäarvoa ja sitä kautta myös nostamaan asiakashintoja.

Markkinan tulevilta voittajilta odottamamme piirteet

IT-markkinan selkeimpiä voittajia viimeisen kymmenen vuoden aikana ovat olleet uusien digipalveluiden kehitykseen erikoistuneet yhtiöt, jotka ovat menestyneet etenkin osajakilpailussa. Nyt digipalveluiden markkina on saavuttanut selkeästi kypsemmän vaiheen ja seuraava taistelu käydään vahvasti myös 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 osajakilpailuun, ovat heikoilla talouden syklin heikentyessä. Jatkuvat ja syvät asiakkuudet ovat Goforen vahvuus.

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

IT-palvelumarkkina 7/9

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.

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 muutосkyvykkyys nousee avainrooliin. Tässä uudistumisharjoituksessa epäonnistuminen vaikuttaisi suoraan nykyisiin asiakassuhteisiin, uusien asiakkaiden hankkimiseen, suhteelliseen kilpailuasemaan ja siten pidemmän aikavälin arvonluontikykyyn. Mielestämme sektorilla kilpailukyvyyn onkin rakennuttava jatkuvan muutосkyvykkyuden varaan. Goforen kulttuurin ja strategian keskiössä on jo vuosia ollut jatkuva muutосkyvykkyys.

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

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

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. Yritysosotot 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 tekevät tällä hetkellä.

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 se jälleen viileni ja on edelleen melko kylmänä Suomessa. 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.

Isossa kuvassa pääosalla sektorin yhtiöistä kiinnostus yritysjärjestelyihin on suuri. Konsolidaatiota ajaa halu osaamisportfolion laajentamiseen, maantieteelliseen laajentumiseen, asiakashankintaan ja puhtaasti toimituskapasiteetin kasvattamiseen.

Kilpailukyvyyn lähteet markkinalla

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

Lisäarvon lähteet markkinalla

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

IT-palvelumarkkina 8/9

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 osaajia pystytään hyvin rekrytoimaan, on erityisen tärkeätä saada muita selkeitä synergiaelementtejä. 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 korkotasoa 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).

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. Järjestelyjä on tehty myös toimituskapasiteetin takia, mutta etenkin tällä hetkellä, rekrytointimarkkinan ollessa helpompi, järjestelyjen toteuttaminen pelkän kapasiteetin vuoksi on vaikeaa perustella.

Goforella yritysostot ovat merkittävä osa strategiaa ja yhtiö on muokannut tarjoomaansa 9 yritysostolla viimeisen 7 vuoden aikana. Näin yhtiölle on kertynyt hyvää kokemusta järjestelyiden läpiviennistä ja integraatiosta. Näkemyksemme mukaan yhtiön yritysostot ovat olleet onnistuneita useasta näkökulmasta tarkeasteltuna, niin strategisesti, operatiivisesti kuin myös arvoluonnin näkökulmasta katsottuna. Nykyiset taloudelliset tavoitteet indikoivat uusia ja selvästi suurempia yritysostoja jatkossa.

	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	Ei	Ei	Ei	Ei	Ei**	Myynti	Osto	Ei	Ei	Ei

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

IT-palvelumarkkina 9/9

Viimeisten tuloskausien huomiot

Asiakaskysynnän epävarmuus realisoitui laajemmin sektorilla alkuvuonna 2023 ja vaikuttanut lähes kaikkiin sektorin yhtiöihin selvästi. Yhtiöt, joilla on suuri paino räätälöidyllä ohjelmistokehityksellä ja yksityisellä sektorilla ovat kärsineet suhteellisesti enemmän. Pääosa yhtiöstä on joutunut reagoimaan muuttuneeseen tilanteeseen muutosneuvotteluihin ja kuluja karsimalla. Q4’24:lla liikevaihdon lasku jyrkkeni jälleen, mutta kannattavuus oli kuitenkin kokonaisuutena vertailukauden tasolla. Ennustamme liikevaihdon olevan isossa kuvassa vertailukauden tasolla ja kannattavuuden parantuvan suhteellisen selvästi vuonna 2025.

IT-palvelusektorin yhtiökohtaiset Q4-luvut ovat nähtävissä oikealla taulukosta. Keskeisiä huomioita sektorilta viime neljänneksiltä ovat:

- Orgaaninen mediaani kasvu putosi vuonna 2024 -3 %:iin (2023: 0 %). Q4:llä liikevaihto laski 5 %.
- Keskiarvo-kannattavuus parani hieman ja oli 6 % vuonna 2024. Q4:llä kannattavuus oli kokonaisuutena vertailukauden tasolla.
- IT-palvelusektorin odotukset vuodelle 2025 Q4-raportin jälkeen ovat luettavissa [tästä](#). Suomen IT-palvelusektorin Q4’24-yhteenveto on luettavissa [tästä](#). Koko pohjoismaiden ”Rule of 20” vertailu on luettavissa [tästä](#).

Sektorin lyhyen aikavälin näkymät

IT-palvelusektorin yhtiökohtaiset Q4-raporttien jälkeen päivitettyt 2025 ennusteet ovat nähtävissä oikealla taulukosta. Keskeisiä huomioita lyhyen aikavälin näkymistä:

- Markkinatilanne on edelleen epävarma ja näkyy sektorilla kysynnän hiipumisena sekä erityisesti hintakilpailuna. Nyt lähes kaikki yhtiöt ovat mukana hintakilpailussa ainakin joissain kilpailutuksissa. Näkemyksemme mukaan

hintakilpailu ja sen jatkuminen tai kiristyminen on keskeisin riski sektorilla. Koska hintakilpailu on jatkunut pidempään, on se 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, toimivat julkisella sektorilla, ja yleisesti ne, jotka tekevät asiakkaiden liiketoimintakriittisiä ratkaisuja. Heikommin taas pärjäävät yhtiöt, joilla on yksityisellä sektorilla ja räätälöidyllä ohjelmistokehityksellä suuri paino. Tämä kahtiajakoisuus näkyi viime vuonna kasvussa, mutta etenkin kannattavuudessa.
- Voidaan edelleen todeta, että kilpailua käydään asiakkaista eikä tekijöistä.
- Laskeva vaihtuvuus ja asiakaskysynnän epävarmuus ovat hillinneet palkkainflaatiota, mutta ei kuitenkaan riittävästi kompensoidakseen hintapainetta.
- Useiden yhtiöiden vuosina 2024-25 toteutetut kustannussäästöohjelmat tukevat kannattavuuksia vuonna 2025.
- Tekoäly on ollut kuuma puheenaihe, ja osaltaan se kiinnostaa erityisesti tässä markkinatilanteessa, koska sillä on mahdollista saavuttaa asiakkaalle kustannussäästöjä ja tehostaa myös toimittajien työtä. Kokonaisuutena tekoälyllä on kuitenkin toistaiseksi yhä pieni rooli, mutta lähivuosina se avaa uusia kasvumahdollisuuksia. IT-palveluyhtiöiden on arviomme mukaan isossa kuvassa kuitenkin vaikeaa hakea tekoälystä selkeää ja kestävää kilpailuetua toisiinsa.
- Henkilöstömäärän lasku on hiipunut, mikä indikoi pohjien olevan lähettyvillä ja arvioimme liikevaihdon kääntyvän kasvuun Q4’25:llä.

Q4'24	Kasvu, %	Q4'24		
		Orgaaninen kasvu, %	EBITA-% oik.	EBITA-% oik.
			Q4'24	Q4'23
Digia	3 %	3 %	10,6 %	9,8 %
Digital Workforce	11 %	11 %	3,8 %	-2,7 %
Gofore	-4 %	-4 %	13,4 %	16,0 %
Loihte	7 %	7 %	5,3 %	5,3 %
Netum	-2 %	-2 %	7,4 %	7,4 %
Siili	-6 %	-6 %	4,9 %	8,2 %
Solteq	-12 %	-12 %	2,4 %	-9,8 %
Tietoevry	-7 %	-7 %	12,7 %	14,4 %
Vincit	-9 %	-9 %	-1,9 %	-0,3 %
Witted	-15,2 %	-15 %	0,6 %	2,7 %
Suomalaiset keskiarvo	-3,5 %	-3,5 %	5,9 %	5,1 %
Suomalaiset mediaani	-5 %	-4,7 %	5,1 %	6,4 %

Lähde: Yhtiöt ja Inderes, käytetty EBIT-%

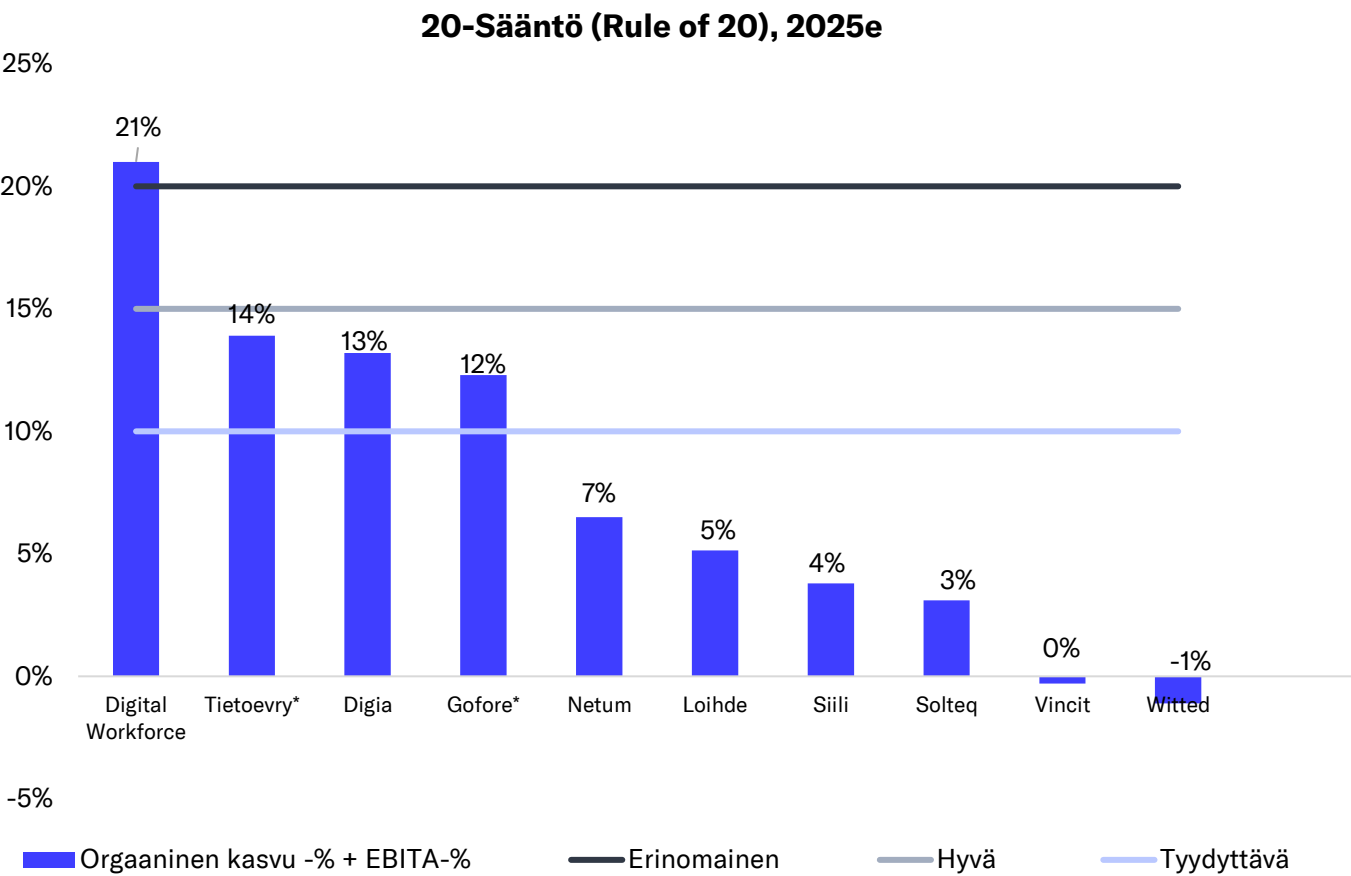
	2025e (Q4-raportin jälkeen)			2024	
	Kasvu, %	Orgaaninen kasvu, %	EBIT-% oik.	Orgaaninen kasvu, %	EBIT-% oik.
Digia	3 %	3 %	10,4 %	3 %	10,3 %
Digital Workforce	14 %	14 %	6,6 %	9 %	2,9 %
Gofore*	-1 %	-1 %	13,3 %	-3 %	12,8 %
Loihte	1 %	1 %	3,8 %	5 %	3,0 %
Netum	-2 %	-2 %	8,5 %	3 %	10,5 %
Siili	-2 %	-2 %	5,4 %	-9 %	4,8 %
Solteq	-4 %	-2 %	5,1 %	-7 %	1,4 %
Tietoevry	-1 %	-1 %	12,3 %	-2 %	12,3 %
Vincit	-4 %	-4 %	3,5 %	-14 %	0,9 %
Witted*	-3 %	-3 %	2,3 %	-17 %	2,2 %
Keskiarvo	0,2 %	0,4 %	7,1 %	-3,2 %	6,1 %
Mediaani	-1,4 %	-1,4 %	6,0 %	-2,7 %	3,9 %

Lähde: Inderes, *päivitetty

Suomalaisen IT-palvelumarkkinan ohjeistukset ja odotukset ”20-säännöllä” mitattuna

Ohjeistus vuodelle 2025	Liikevaihto	EBITA/ tulosohjeistus
Digia	Kasvaa	Kasvaa tai samalla tasolla
Digital Workforce	Kasvaa	Kasvaa
Gofore	Ei ohjeistusta	Ei ohjeistusta
Loihde	Kasvaa tai samalla tasolla	Kasvaa
Netum*	-7 % - +5 %	Laskee
Siili*	-3 % - +16 %	Kasvaa
Solteq	Laskee hieman	Paranee selvästi
Tietoenvry	-3 % - +1 %	Samalla tasolla
Vincit	Laskee	Paranee
Witted	Ei ohjeistusta	Ei ohjeistusta

Lähde: Yhtiöt ja Inderes, *Inderesin tulkinta ohjeistuksesta

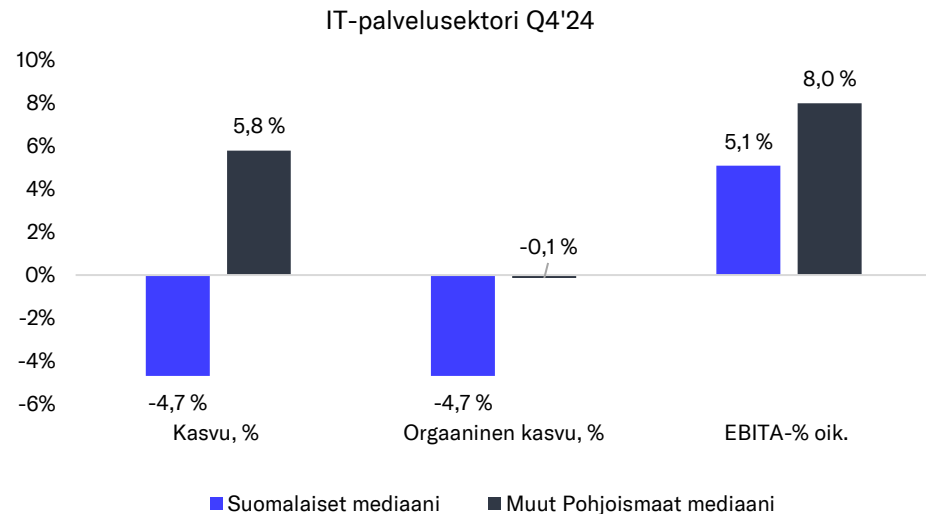


Lähde: Inderes, *päivitetty Q4'25 jälkeen

Pohjoismainen IT-palvelumarkkina Q4:llä ja viime vuonna

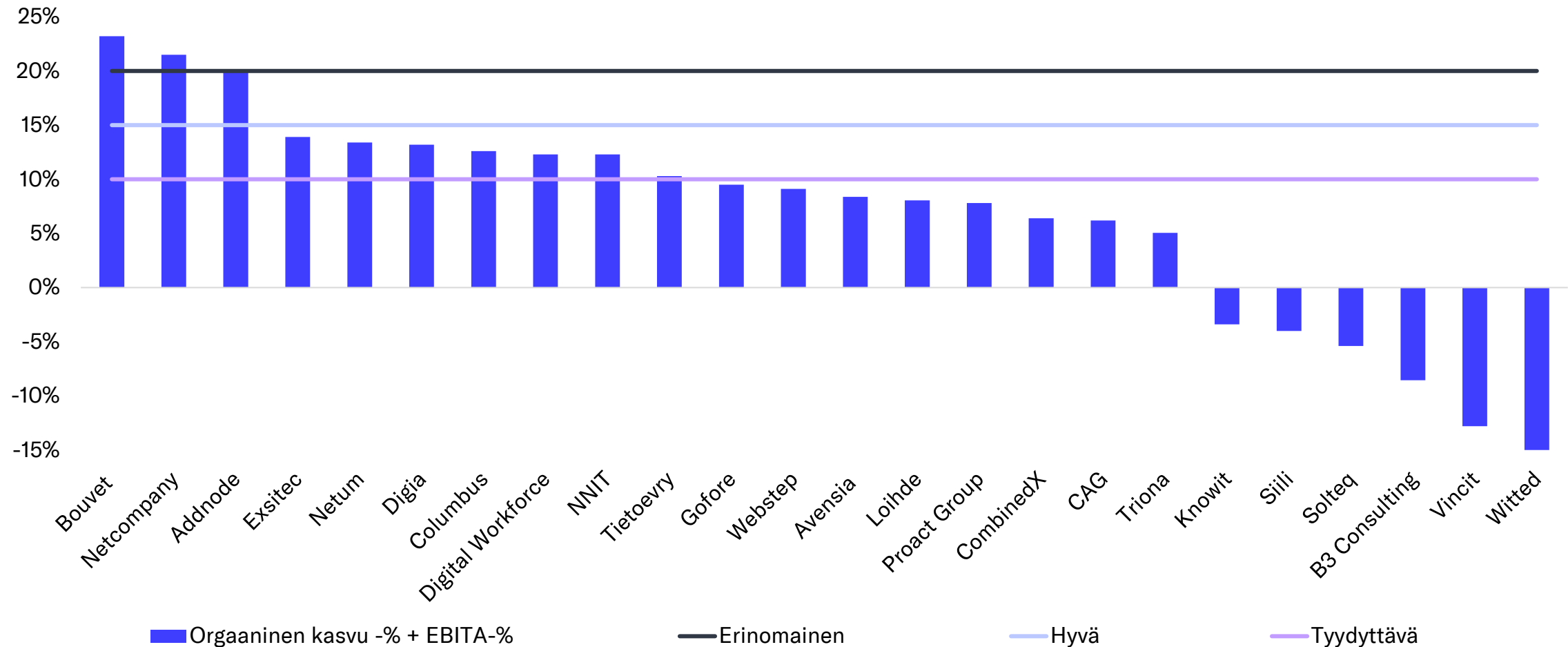
Q4'24	Kasvu, %	Q4'24 Orgaaninen kasvu, %	EBITA-% oik. Q4'24	EBITA-% oik. Q4'23
Digia	3 %	3 %	10,6 %	9,8 %
Digital Workforce	11 %	11 %	3,8 %	-2,7 %
Gofore	-4 %	-4 %	13,4 %	16,0 %
Loihde	7 %	7 %	5,3 %	5,3 %
Netum	-2 %	-2 %	7,4 %	7,4 %
Siili	-6 %	-6 %	4,9 %	8,2 %
Solteq	-12 %	-12 %	2,4 %	-9,8 %
Tietoevry	-7 %	-7 %	12,7 %	14,4 %
Vincit	-9 %	-9 %	-1,9 %	-0,3 %
Witted	-15,2 %	-15 %	0,6 %	2,7 %
Avensia	7 %	7 %	3,2 %	2,1 %
Addnode	-29 %	13 %	16,7 %	9,4 %
Bouvet	6 %	6 %	12,5 %	11,7 %
B3 Consulting	15 %	-12 %	3,0 %	4,7 %
CAG	-8 %	-8 %	9,4 %	10,3 %
Columbus*	1 %	1 %	5,5 %	6,0 %
CombinedX	23 %	-7 %	9,9 %	13,8 %
Exsitec	7 %	-5 %	13,3 %	21,2 %
Knowit	-10 %	-10 %	6,5 %	8,1 %
Netcompany	6 %	6 %	13,7 %	12,4 %
NNIT	7 %	7 %	9,1 %	10,1 %
Proact Group	-7 %	-7 %	6,3 %	7,2 %
Triona	0 %	0 %	0 %	3,6 %
Webstep	0 %	0 %	6,9 %	-0,8 %
Suomalaiset keskiarvo	-3,5 %	-3,5 %	5,9 %	5,1 %
Suomalaiset mediaani	-5 %	-4,7 %	5,1 %	6,4 %
Muut Pohjoismaat keskiarvo	6 %	-1 %	8 %	9 %
Muut Pohjoismaat mediaani	6 %	0 %	8 %	9 %
Koko Pohjoismainen keskiarvo	2 %	-1,9 %	7,3 %	7,1 %
Koko Pohjoismainen mediaani	0 %	-2,8 %	6,7 %	7,8 %

Lähde: Yhtiöt ja Inderes, käytetty EBIT-%



Pohjoismainen IT-palvelumarkkina "20-säännöllä" mitattuna vuonna 2024

20-Sääntö (Rule of 20), 2024



Sektorin yrityskauppoja Pohjoismaissa

Päivämäärä	Ostaja	Kohde	Liikevaihto MEUR	EBITDA MEUR	EBITDA-%	Henkilöstö	EV MEUR	EV/Sales	EV/EBITDA
11/24	Confirma Software	Solteqin Tanskan terveydenhuolto ratkaisut	1,8			15	4,0	2,2x	
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	1,3x	9,0x
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
01/22	Solteq	Enerity Solutions Oy	2,2	0,3	~15 %	>20	4,5	2x	15x
11/21	Norvestor	Pinja	40,0			450			
11/21	HiQ	Lamia	8,3	2,7	33 %	90			
10/21	NetCompany	Intrasoft International S.A.	197,0	18,0	9 %	2800	235	1,2x	13,1x
10/21	Netum	Cerion Solutions Oy	3,6	0,5		38	6-7,1	~1,8x	9x
10/21	Bilot	Motley	4,1	0,2		40	5,1	1,2x	26x
09/21	KnowIT	Capacent (johdon konsultointi)				50			
08/21	HiQ	Advicon				25			
08/21	Advania	Visolit				1200			
06/21	Eficode	ContriByte	3,8						
05/21	eCraft (Fellowind)	Project-IT	12,0			30			
05/21	Eficode	Beecom (SUI)	10,0	1,5	15 %	58	10	1,0x	6,7x
05/21	Loihde	Talent Base Oy	7,4	1,1	15 %	58	10	1,4x	9x
05/21	HiQ	Scandio (GER)				100			
05/21	Knowit	Cybercom				1200			13x
04/21	Vincit	Bonsky Digital	2,7	0,2	7 %	30	2,7-3,0	1,0x-1,1x	13x-15x
03/21	TSS	Innofactorin Prime-liiketoiminta	>2			15			
02/21	Aucerna	TietoEVRYN öljy ja kaasun liiketoiminta	~50			430	155	3,2x	
02/21	Solteq	Partiture Oy	2,4	1,0	40 %	16		1x	2x-3x
02/21	Gofore	CCEA ja Celkee Oy	5,6	1,2	21 %	50		1,1x	5,1x

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 Tietoenvry, 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 ratkaisutaloille.

Goforen kilpailijat

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

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

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

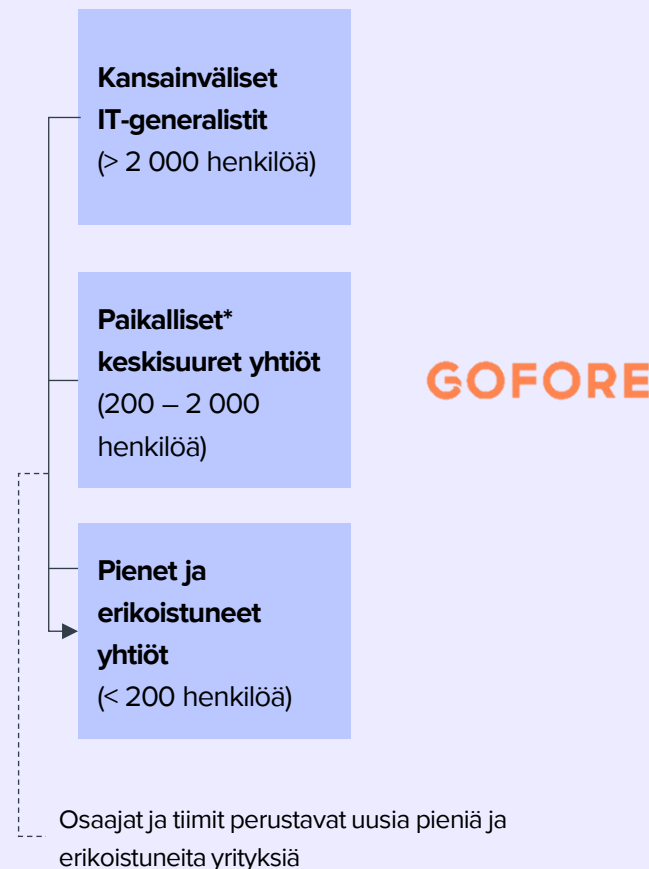
Suurien skaalaa vastaan taistellaan eri keinoin

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.



Kilpailukentän dynamiikka



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

Kilpailukenttä 2/5

Pienet yhtiöt tarvitsevat ketteryuden rinnalle yleensä jonkin terävän osaamiskärjen ollakseen kilpailukykyisiä suuria generalisteja vastaan. Lisäksi pienemmät yhtiöt murtautuvat asiakkuuksiin tyypillisesti muun ostajan kuin tietohallintojohdon kautta myyden digitalisaatoratkaisuja esimerkiksi suoraan liiketoiminnalle. Näin ollen pienemmät yhtiöt eivät välttämättä lainkaan kohtaa kilpailussa asiakkaan vakiintunutta järjestelmätoimittajaa. Suuret generalistit 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. Luoto Company ja sen ekosysteemi on perustamisesta lähtien (2016) kasvanut vahvasti ja kannattavasti henkilöstöystävällisellä ja yrittäjälähtöisellä palkka-/omistusmallilla.

Kilpailuetuja rakennettava jatkuvasti

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

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



Goforen kilpailutekijät

Vahvistavat tekijät

- Ketterä ja todistetusti tehokkaasti toimiva liiketoimintamalli. Tästä osoituksena vahva kannattavuus yli syklin katsottuna
- Laaja kokonaistarjooma tärkeillä osaamiskärjillä, kuten neuvonanto
- Syvät asiakassuhteet. Vahva ja vakiintunut asema sekä hyvä maine etenkin julkisella sektorilla
- Vahva asema arvoketjussa osin neuvonantopalveluiden ansiosta ja siten tärkeätä hinnoitteluvoimaa
- Vahva työnantajaimago ja kyky houkutella osaajia. Gofore ei ole joutunut pitämään muutosneuvotteluita Suomessa, kuten suuri osa kilpailijoista.
- Kyvykkyys toimittaa vaativia hankkeita vs. pienet toimijat

Heikentävät tekijät

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

Kilpailukenttä 3/5

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 vuositasolla 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 Tietoenvy 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. käyttökatte 17 %).

Lisäksi myös Goforen orgaaninen kasvu on ollut erittäin vahvaa suuremmassa kokoluokassa viime vuotta lukuun ottamatta.

Kannattavuuden osalta vertailujoukon keskiarvo on 11 % (mediaani 12 %) käyttökatteella mitattuna vuositasolla 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). Yksinumeroisiin kannattavuustasoihin yhtiöiden ei pitäisi olla tyytyväisiä. Suuret generalistit Tietoenvy 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.



Kasvuajurit

Pitkä aikaväli

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

Lyhyt aikaväli

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

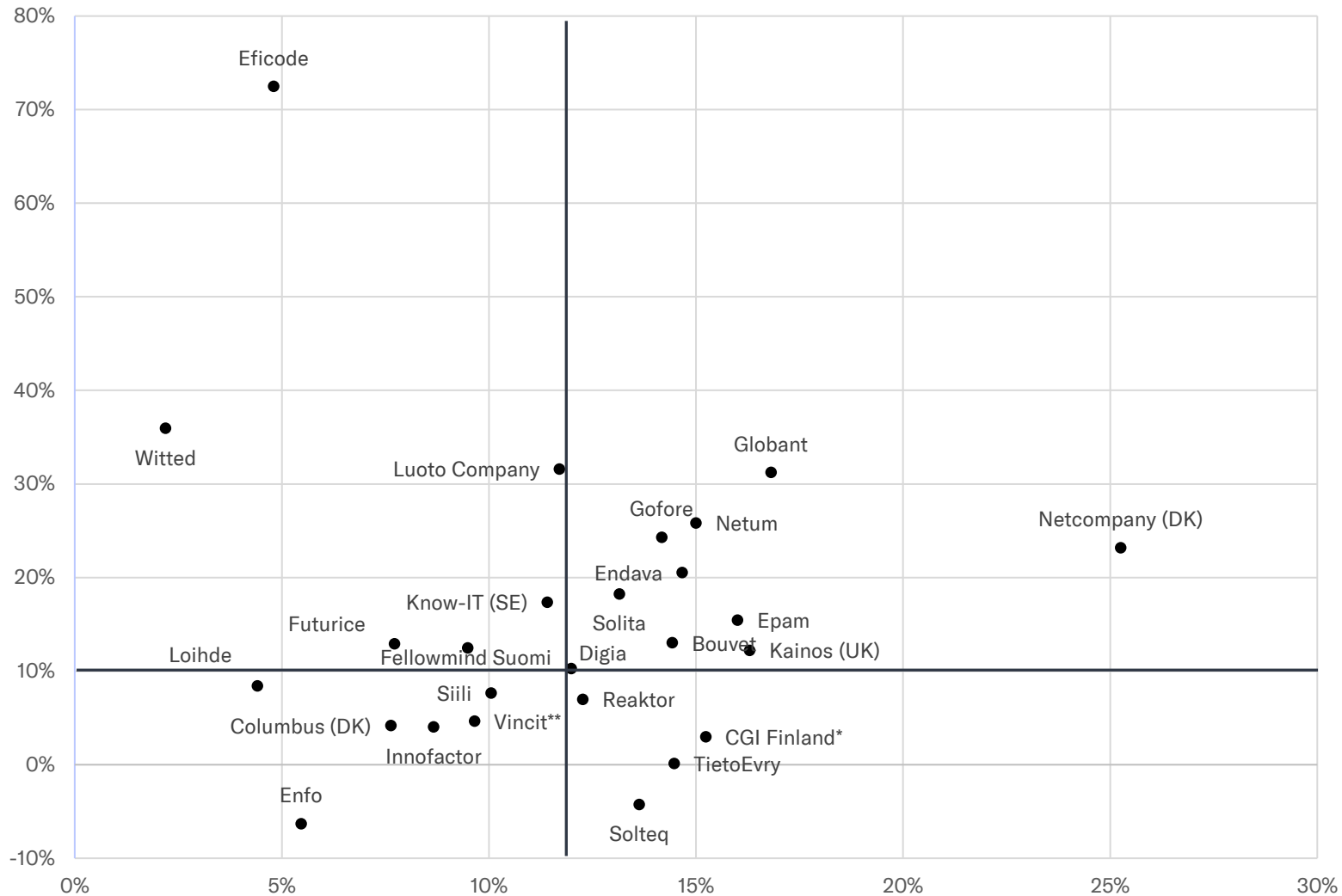


Kannattavuusajurit

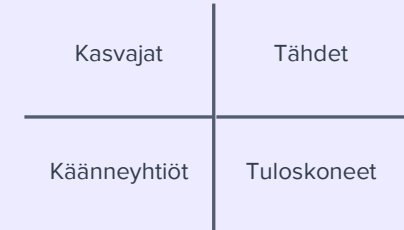
Lyhyt aikaväli

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

Kilpailukenttä 4/5



Kilpailukentän profiili



Tähdet

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

Kasvajet

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

Tulokoneet

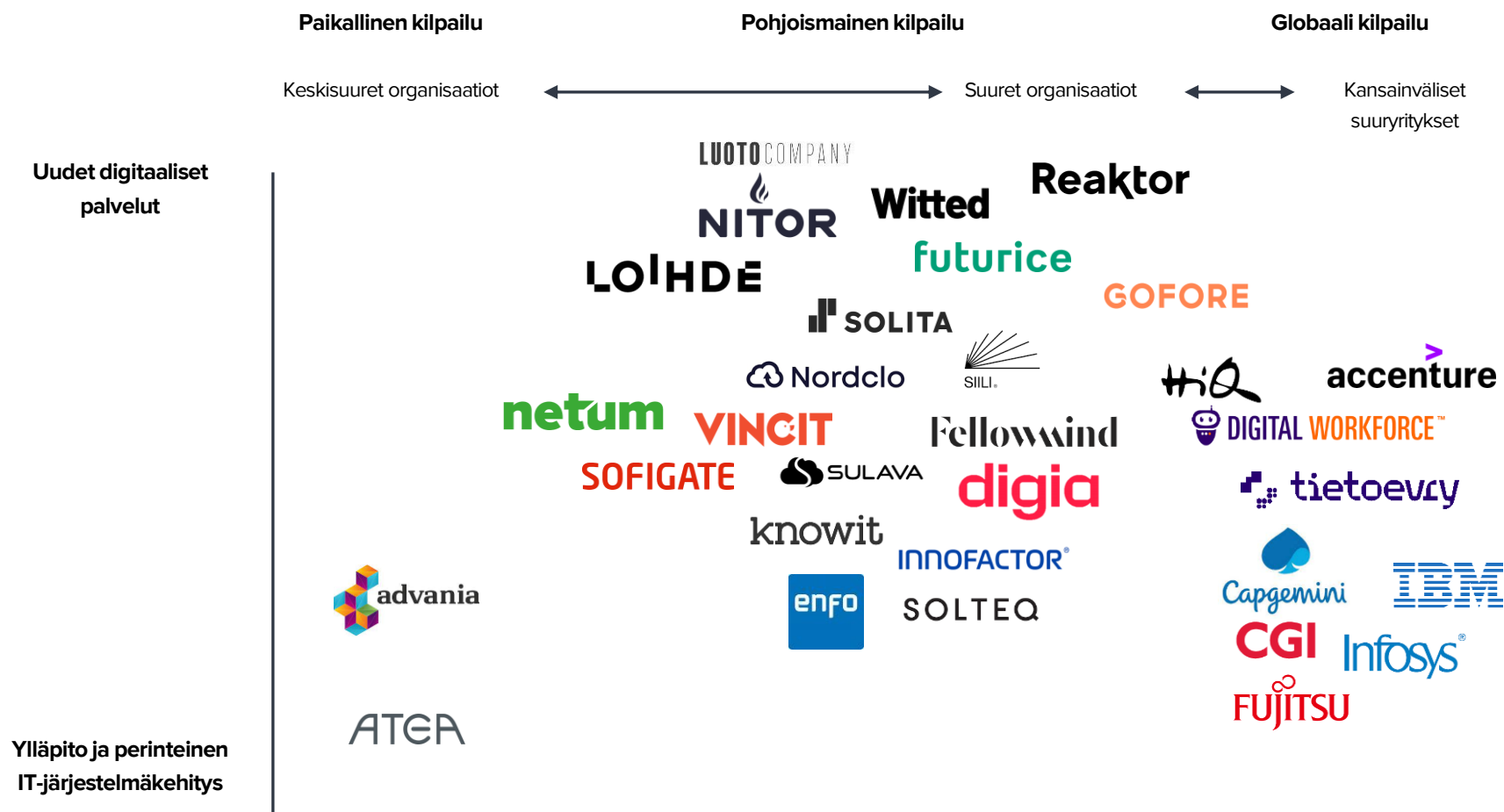
- Yhtiöitä, joiden asiakkailla korkeat vaihdon kustannukset esimerkiksi räätälöityjen ohjelmistoratkaisuiden myötä
- Kannattavuutta optimoitu osin kasvun kustannuksella

Käänneyhtiöt

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

Kilpailukenttä 5/5

Suomen markkinarakenne asiakaskoon ja palvelualuekohtaisen asemoitumisen perusteella



Strategia 1/4

Asiakas on entistä vahvemmin strategian keskipisteenä

Goforen tavoitteena on olla IT-markkinan kasvaviin alueisiin keskittyvä kasvuyhtiö. Yhtiö pyrkii jatkuvasti vahvistamaan asemaansa ketteränä ja kulttuurillisesti vahvana, aina kehittyvänä asiantuntijaorganisaationa, joka auttaa asiakkaita vaativissa digitaalisissa muutoksissa. Tulevaisuuden ennustamisen sijaan Goforen toiminta-ajatus on pitkään perustunut enemmän jatkuvaan muutokseen ja toimintaympäristön muutoksiin reagointiin yhdessä asiakkaidensa kanssa. Yhtiö ei strategiassaan ole erikoistunut tiettyihin osaamisalueisiin tai teknologioihin.

Goforen visiona on olla merkittävin digitaalisen muutoksen asiantuntijayrityksistä Euroopassa vuonna 2027. Tähän yhtiöllä on Euroopan tasolla vielä paljon tehtävää. Yhtiön missio on muuttaa maailmaa entistä paremmaksi digitalisaation keinoin ja työ kulttuuria uudistamalla.

Gofore tarkensi strategiaansa loppuvuonna 2024 vuosille 2025-2030. Sisäisesti strategian suurin muutos on entistä vahvempi asiakasfokus. Aikaisemmin yhtiö on organisoitunut osaamisten perusteella, mutta nyt vuodenvaihteessa yhtiö on siirtynyt asiakaslähtöiseen organisoitumiseen. Tämän myötä yhtiön tulisi olla helpompi kasvaa asiakkaiden sisällä.

Yhtiön strategia sisältää edelleen teemat toimialapainotus, vastuullisuus, tulevaisuuden työ ja kansainvälisyys. Teemoista johdettavat kasvustrategian suunnat ovat edelleen:

1) Digital Society –toimialana (julkinen sektori) ja tavoite hyödyntää Suomen vahvaa osaamista kansainvälisesti.

2) Intelligent Industry –toimialana (teollisuus) tavoitteena on kasvattaa osuutta asiakkaiden IT-investoinneista ja toimittaa suurempaa osaa tarjoomasta.

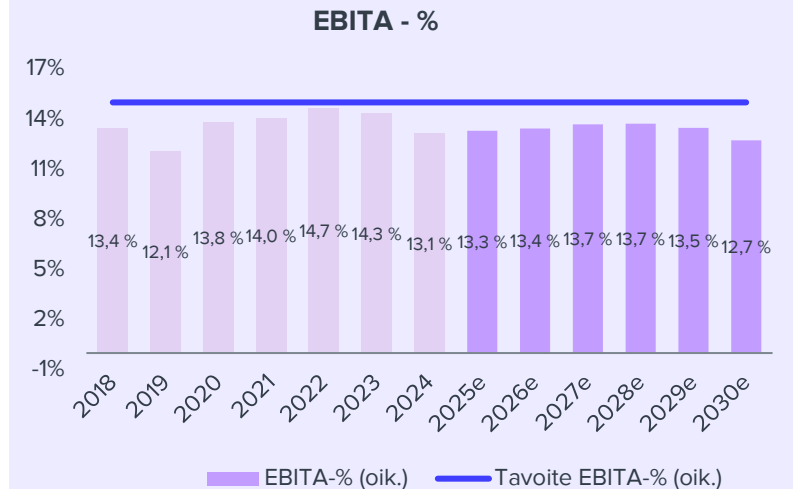
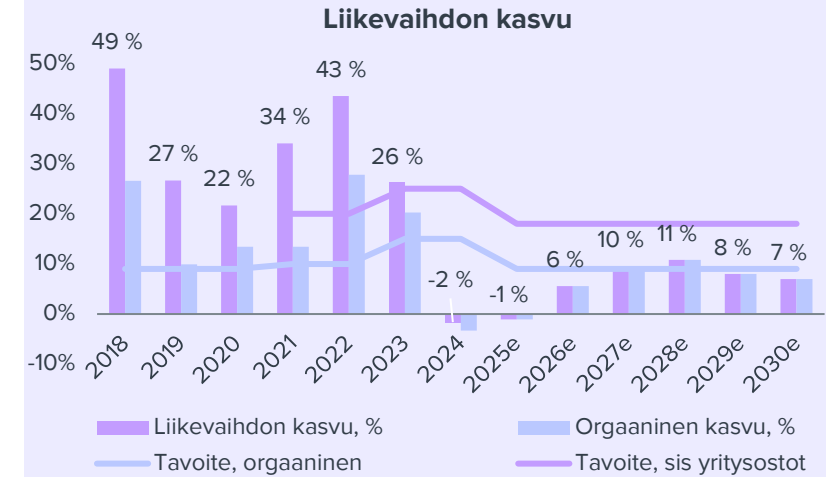
3) Yritysjärjestelyjen kautta uudistaa tarjoomaa ja laajentaa asiakasportfoliota.

Digital Society -toimialan erityiset kasvualueet ovat: 1) julkisen sektorin digitalisaatio, 2) sosiaali- ja terveysala Suomessa, 3) vähittäiskauppa- ja palveluala sekä 4) kokonaisturvallisuus Suomessa. Lisäksi Intelligent Industry -toimialan erityiset kasvualueet ovat: 1) koneet ja laitteet, 2) valmistus ja tuotanto ja 3) DACH-alueen autoteollisuus. Yhtiön toimialat ovat ennallaan, mutta niiden sisällä yhtiö nosti nyt vahvemmin esille uusia asiakasvertikaaleja, joissa sillä on jo asiakkaita ja yhtiö näkee edelleen hyviä kasvumahdollisuuksia.

Strategiapäivityksessä mielenkiinto kohdistui Goforen nostamiin useisiin uusiin toimialoihin, josta yhtiö hakee kasvua jatkossa. Vahvaa kasvua yhtiö hakee Suomessa sosiaali- ja terveysalalla (uusi), vähittäiskauppa- ja palvelualalla (uusi) sekä koneista ja laitteista (vanha). Näissä alueissa työskentelee tällä hetkellä noin ~15 %, ~15 % ja ~25 % Suomen työntekijöistä. Paras kasvumahdollisuus Suomessa on kuitenkin yhtiön mukaan turvallisuusalalla (uusi), joka vastaa noin 5 % Suomen henkilöstöstä. Julkisen sektorin osuus on jo korkea (~45 % Suomen osajista) ja siihen kohdistuu markkinana säästöpainetta, mutta Gofore näkee maltillisia kasvumahdollisuuksia tällä alueella lähivuosina Suomessa. Maantieteellisesti kasvu painottuu kuitenkin DACH-alueelle ja yhtiö odottaa sen liikevaihdon osuuden kasvavan strategiakaudella.

Goforen toimintaperiaatteisiin kuuluvat edelleen liiketoimintariskien minimointi, jatkuva muutos ja työ kulttuurin jatkuva kehittäminen. Liiketoimintariskien minimointi tarkoittaa, ettei Gofore laajene projekteihin, joissa se joutuu kantamaan asiakkaan riskejä.

Taloudelliset tavoitteet



Strategia 2/4

Yhtiö on kuitenkin kasvanut siihen pisteeseen, että julkisen sektorin vahvaa kasvua on vaikea ylläpitää, koska Goforen markkinaosuus on kasvanut suurehkoksi ja kyseinen markkina kasvaa vain maltillisesti. Lisäksi julkisen sektorin kova hintapaine tekee kannattavan kasvun lyhyellä aikavälillä haasteelliseksi. Näin yhtiön kasvu riippuu paljon uusista kasvu-alueista, joissa näytöt on vielä suurelta osin antamatta ja riski siten tavallista korkeampi. Uutta strategiassa ovat myös valmisohjelmistojen toimitus ja kiinteähintaiset projektit, jotka ovat yhtiölle isossa kuvassa uusi aluevaltaus, minkä myötä ne nostavat riskitasoa. Keskeinen osa strategiaa on edelleen yhtiön oma johtamiseen käytetty Digital Gofore -alusta, jonka avulla yhtiö uskoo säilyttävänsä tehokkuuden ja ketteryuden myös yrityskoon kasvaessa huomattavasti.

Pääomamarkkinapäivän tallenne on katsottavissa [tästä](#), kommenttimme tammikuulta on luettavissa [tästä](#) ja toimitusjohtajan haastattelu [tästä](#).

Kasvu- ja kannattavuustavoitteet vuoteen 2030 asti

Gofore tarkensi strategiassaan hieman myös taloudellisia tavoitteitaan. Kasvun osalta yhtiö tavoittelee 500 MEUR:n tasoa vuoteen 2030 mennessä, josta on tarkoitus saavuttaa noin puolet orgaanisella kasvulla ja puolet yritysostoilla. Kokonaiskasvutavoite vastaa noin 18 %:n vuotuista kasvuvauhtia. Aiemmin yhtiö tavoitteli 15 %:n kasvua orgaanisesti ja 10 % epäorgaanisesti.

Vaikka orgaanisen kasvun tavoite laskikin jonkin verran niin tavoite on edelleen kunnianhimoinen ja arvioimaamme markkinan kasvuvauhtia selvästi korkeampi taso. Vahvat historialliset näytöt (orgaaninen kasvu 2018–2024 keskimäärin 17 %) antavat tavoitteelle selkänöjää. Nykyisessä selvästi suuremmassa kokoluokassa

(Suomessa) vahvan kasvun ylläpitäminen on huomattavasti aiempaa vaikeampaa. Erityisesti julkisella sektorilla historialliseen kasvuun yltäminen on selvästi aiempaa vaikeampaa jo yhtiön merkittävän kokoluokan sekä julkisen sektorin ainakin lyhyen tähtäimen haastavan näkymän myötä. Yhtiö odottaa merkittävän osan kasvusta syntyvän uusilta kasvualueilta yksityiseltä sektorilta ja DACH-maista. Goforen pitkän aikavälin kasvutarinan kannalta onnistuminen kansainvälisessä liiketoiminnassa on mielestämme erittäin keskeistä. Nykyinen 273 MEUR:n liikevaihtoennustemme vuonna 2030 perustuu noin 7 %:n vuosittaiseen orgaaniseen kasvuun.

Epäorgaanisen kasvun osalta Gofore tavoittelee niin ikään noin 150 MEUR:n lisäystä. Yhtiöllä on vahva tase (kassa Q4'24: 57 MEUR), tulos on kääntynyt historiassa hyvin kassavirraksi ja Goforen kyky nostaa tarvittaessa vieraan pääoman rahoitusta on mielestämme hyvä. Nämä tekijät huomioiden yhtiöllä on mielestämme edellytykset taseen puolesta tavoitteen saavuttamiseen ja samalla maksaa osinkopolitiikan mukaista osinkoa (vähintään 40 % nettotuloksesta). Gofore on jo vuosia kehittänyt organisaatiotaan niin, että siihen voidaan integroida sujuvasti ostettuja yhtiöitä. Keskeisenä osana yritysostojen integraatiota on ymmärryksemme mukaan yhtiön oma Digital Gofore -alusta. Gofore on historiassaan kasvanut vahvasti ja onnistuneesti yritysostojen kautta.

Yhtiön kannattavuustavoite pysyi viimeisimmässä strategiapäivityksessä ennallaan 15 %:n EBITA-%:ssa. Kannattavuustavoite on erittäin korkea ja noin kaksikertaa IT-palvelusektorin keskimääräistä taso korkeampi. Goforen kannattavuusnäytöt ovat poikkeuksellisen hyvät sektorilla ja vuosina 2020-2024 yhtiön oik. EBITA-% on keskimäärin ollut 14 %.

Goforen Top 4 –prioriteetit strategian toteutuksessa

- Palaaminen kasvu-uralle
- DACH liiketoiminnan vakiinnuttaminen ja kokoluokan kasvattaminen
- Tarjoaman edelleen kehittäminen, joka mahdollistaa pääsyn entistä vahvemmin kokonaisvaltaisen toimittajan rooliin.
- Turvallisuusalalla pääseminen vakiintuneiden toimittajien joukkoon Suomessa



Katso yhtiön pääomamarkkinapäivän tallenne:



Strategia 3/4

Sektorilla 10 %:n taso on tyypillisesti hyvä kannattavuustaso, ja viime vuosina vaikeammassa syklissä keskimääräiset tasot ovat olleet alle tämän. Ennustemme yhtiön EBITA-%:lle keskimäärin vuosina 2025–2028 on 13,5 %.

Goforen liiketoimintamalli sitoo muiden asiantuntijavetoisten yhtiöiden tapaan orgaanisesti vähän pääomaa ja tuottaa vahvaa kassavirtaa, minkä ansiosta osinkovirta pysynee hyvällä tasolla. Yhtiö pyrkii jakamaan vuosittain vähintään 40 % nettotuloksesta osinkoina.

Isossa kuvassa Goforen taloudellisten tavoitteiden suurin kysymys on kuinka yhtiö onnistuu kasvamaan uusilla kasvualueilla yksityisellä sektorilla ja kansainvälisillä markkinoilla. Lisäksi tottakai sopivien yritysostojen löytämiseen liittyy aina epävarmuutta.

Kansainvälistyminen ja vahvempi jalansija yksityisellä sektorilla

Goforella ei ole absoluuttisia tavoitteita erikseen kansainvälistymiselle tai yksityisen sektorin kasvulle. Yhtiö on kuitenkin sanonut odottavansa kansainvälisen liikevaihdon osuuden kasvavan, eli kasvavan Suomen liiketoimintoja nopeammin. Lisäksi yhtiö on kommentoinut asiakasvertikaaleittain kasvumahdollisuuksiaan (kuten edellisellä sivulla mainittu tarkemmin). Näistä käy selvästi ilmi, että kansainvälisen sektorin ja uusien pääosin yksityisen sektorin alueiden tulisi kasvaa selvästi konsernia nopeammin lähivuosina.

DACH-markkina on yli kymmenkertainen Suomen markkina verrattuna, mikä luo markkinan puolesta hyvät lähtökohdat kasvaa kansainvälisesti. Vuoden 2022 lopulla Goforen tekemä eMundo-yritysosto antoi isommat muskelit

kasvaa. Ymmärryksemme mukaan yhtiön kokoluokkaa (toimituskapasiteettiä) paikallisesti pitäisi kuitenkin edelleen kasvattaa, jotta yhtiö voisi olla asiakkaiden strateginen kumppani, jota yhtiö on Suomessa. Yritysostot ovat yksi mahdollinen reitti kasvattaa toimituskykyä ja kiihdyttää kansainvälistä kasvua, ja pidämme tätä todennäköisenä. Lisäksi yhtiö haluaa kasvaa kansainvälisissä asiakkaissa palvelemalla niitä Suomesta. Yhtiön kansainvälistymisen strategia on edennyt, mutta viime vuosi oli vaikea ja vielä on selvästi parannettavaa. Pidemmällä tähtäimellä, kun DACH-markkinaaan ollaan saatu kriittinen toimituskyky (kokoluokka) on yhtiö tarkoituksen ymmärryksemme mukaan jatkaa laajentumista uusille maantieteille, kuten länsi ja/tai etelä Eurooppaan.

Vahvat näytöt onnistuneesta yritysostostrategiasta

Gofore on historiassaan kasvanut vahvasti ja onnistuneesti yritysostojen kautta ja uskomme sillä olevan hyvät edellytykset luoda omistaja-arvoa yritysostoilla myös tulevaisuudessa. Yhtiöllä on jo kokemusta yrityskaupoista kotimaassa ja Saksasta, mikä vähentää yritysjärjestelyihin liittyvää riskiä. Palvelualueittain yhtiö on saanut pääosin kriittiset osaamiset täytettyä ja on innovatiivisesti laajentanut osaamista uusille alueille, joka on vahvistanut kilpailukykyä.

Yhtiö on vahvistanut yksityisen sektorin asiakasportfoliota ja/tai kansainvälistymistä Mangodesign-, Devecto-, CCEA-, eMundo- ja Creanex-yrityskauppojen myötä.



Goforen yrityskaupat

Yritysostot (8 ilman Leadin)

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

Viimeisimmät

Gentinel Finland kauppa 2020

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

CCEA 2021

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

Devecto 2022

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

eMundo 2022

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

Creanex 2023

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

Strategia 4/4

Historiallisista yrityskaupoista Leadin-kauppa vaikutti sujuneen hyvin. Solinor-kaupassa yhtiöllä oli vaihtuvuushaasteita. Silver Planet vaikutti myös olleen hyvä ostos. Saksasta hankittu Mangodesign lähti kehittymään odotuksia hitaammin, mutta kokoluokaltaan kauppa oli hyvin pieni. Qentinel-kauppaan yhtiö on todella tyytyväinen, erityisesti palvelutarjoaman laajentamisen näkökulmasta katsottuna. CCEA-kauppa oli varsinkin strategisesti onnistunut ja erottaa yhtiötä verrokeista. Devecto- ja eMundo- yritysostot ovat myös kasvaneet hyvin ostohetkestä. Creanex-hankinta oli strategisesti innovatiivinen ja syventää arvoa strategisissa teollisuuden asiakkaissa. Tämä vaikuttaa myös olleen onnistunut valinta, sillä yhtiö on valinnut lisätä panostuksia tuotetarjooman edelleen vahvistamiseksi.

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

Gofore on tehnyt yhdeksän yritysostoa vuosina 2017–2024 ja ostanut noin 70 MEUR liikevaihtoa. Ilman Leadin kauppaa (kauppahinta ei tiedossa) yhtiö on ostanut ~66 MEUR liikevaihtoa ja vajaa 9 MEUR käyttökatetta vajaalla 70 MEUR:lla. Näin yritysostojen arvostus on ollut keskimäärin 1x EV/liikevaihto-kertoimella ja 7,8x EV/käyttökate kertoimella. Yhtiön oma arvostus vastaavilla kertoimilla samalla ajanjaksolla ollut keskimäärin 2,2x ja 14,8x. Yhtiö on maksanut osan kauppahinnoista käyttäen käteistä, omaa osaketta ja osin suunnatulla annilla päälistalle siirryttäessä. Yhtiön maksamat arvostustasot ovatkin mielestämme olleet varsin kohtuullisia. Vahva orgaaninen kasvu, hyvä

kannattavuuskehitys ja korkea sijoitetun pääoman tuotto kertovat mielestämme yhtiön yrityskauppastrategian toteuttamisen olleen historiassa onnistunutta. Näin yhtiön epäorganista kasvustrategiaa voidaan sanoa hyvin onnistuneeksi arvostuksen näkökulmasta katsottuna.

Yrityskaupat ovat jatkossa suurempia

Yrityskaupat kuuluvat jatkossakin yhtiön kasvustrategiaan ja voidaan jopa sanoa, että aikaisempaa vahvemmin, kun yhtiön taloudellisia tavoitteita tarkastellaan. Yhtiön tavoite on arviomme mukaan erityisesti vahvistaa DACH-aluetta yritysostoin, mutta yritysostot ovat myös Suomessa hyvin mahdollisia. Yhtiön osaamisportfolio alkaa useiden yritysostojen myötä olemaan jo suhteellisen laaja ja siten jatkossa on myös hyvin mahdollista, että yhtiö tulee vahvistamaan yritysostoilla vahvemmin asiakasportfolioita, erityisesti uusissa asiakasvertikaaleissa. Toisaalta yleensä yritysostot ovat kombinaatio osaamisen ja asiakasportfolion hankintaa, vain eri painopisteillä. Suomen osalta yhtiö kommentoi etsivänsä yritysostoja erityisesti ”kuumalta” turvallisuusosalta, jossa myös arvostustasot ovat vastapainona korkeammat. Kansainvälisesti potentiaalisia kohteita on profiililtaan useampia. Tämä voi olla asiakasvertikaalien vahvistamista, osaamisen ja erityisesti kriittisen toimituskapasiteetin lisäämistä. Osaamisen osalta yhtiötä kiinnostaa erityisesti uudet teknologiat, kuten data ja tekoäly tai erikoisosaamiset. Näitä tarvittavia erikoisosaamisia yhtiö on ollut historiassa hyvä ennakoimaan ja löytämään. Lisäksi ostokohde voi sisältää myös omaa tuoteliiketoimintaa, kuten Creanexin tilanteessa, joka sitten vahvistaa yhtiön kilpailukykyä ja tarjoomaa kyseisessä asiakasvertikaalissa. Irrallisiin tuoteliiketoimintoihin suhtaudumme suuremmalla varauksella, mutta

ymmärryksemme mukaan Goforen tuotestrategia olisi vahvasti sidottu palveluliiketoimintaan, mikä laskee riskitasoa. Keskipitkällä aikavälillä pidämme myös nearshore-yritysostoa edelleen mahdollisena.

Arviomme mukaan Gofore hakee nyt aikaisempaa isompia yritysostokohteita, mitä tavoite kasvaa yritysostoilla noin 160 MEUR:n edestä indikoi. Yhtiön vahva kassa 57 MEUR, täysin olematon velkavipu ja vahva kassavirta (>150 MEUR vuosina 2025-2030) tarjoavat epäorganiseen kasvuun tarvittavan liikkumavaran. Lisäksi yhtiö voi käyttää omaa osakettaan maksuvälineenä. Näitä suurempia kohteita, jotka sopivat yhtiön suhteellisen tiukkaan yritysostokriteerien seulaan, on kuitenkin määrällisesti selvästi vähemmän kuin pieniä kohteita, ja siten sopivan kohteen löytämisessä voi kestää. Suuremmissa yritysostoissa riskit nousevat kokoluokan myötä, mutta toisaalta riippuvuus avainhenkilöistä ja yksittäisistä asiakkaista on yleisesti pienempi. Yhtiön tiukan ja laadullisesti korkean yritysostokriteerien myötä arvioimme ostokohteiden arvostustasojen oleva keskimääräistä suomalaista sektoria korkeammat, mutta alle Goforen arvostuksen.

		Paljonko liikevaihtoa saa ostettua					
		Arvostus EV/L					
		1,0x	1,2x	1,4x	1,6x	1,8x	2,0x
Pääomia käytettynä yritysostoihin	140	140	117	100	88	78	70
	160	160	133	114	100	89	80
	180	180	150	129	113	100	90
	200	200	167	143	125	111	100
	220	220	183	157	138	122	110
	240	240	200	171	150	133	120

Historiallinen kehitys 1/2

Vahvaa ja kannattavaa kasvua läpi historian

Gofore on kasvanut vahvasti ja kannattavasti vuodesta 2009 lähtien. Suuremmassa kokoluokassa yhtiö on pystynyt 2010-luvun loppupuolella jatkamaan vahvaa ja hyvin kannattavaa kasvua. Vuosina 2018-2024 liikevaihto on kasvanut keskimäärin 28 % (orgaanisesti 20 %) ja oikaistu EBITA ollut 13,9 %. Näin kasvu ja kannattavuus ovat olleet selvästi listattua IT-palvelusektoria parempia (2018-24 orgaanisen kasvun mediaani vuosittain 7 % ja EBITA-% keskimäärin 7,0). Viimeiset kaksi vuotta liikevaihdon kehitys on kuitenkin ollut heikkoa ja liikevaihto kääntyi viime vuonna jopa laskuun. Tästä huolimatta kannattavuus oli edelleen vahvalla tasolla.

Goforen kulurakenne on tyypillisen IT-palveluyhtiön näköinen. Liikevaihdon hieman vajaa 60 % on yleisesti ollut henkilöstökuluja. Noin 15 % liikevaihdon on historiallisesti ollut materiaaleihin ja palveluihin liittyviä kuluja, joka on pääasiassa alihankintaa. Lisäksi reilu 10 % liikevaihdon on liiketoiminnan muita kuluja, mikä on tyypillinen taso sektorilla. Viime vuonna henkilöstökulut kasvoivat kuitenkin suhteellisesti, kun liikevaihto laski. Toisaalta yhtiö sai laskettua liiketoiminnan muita kuluja tehostamalla ja onnistui näin pitämään kannattavuuden erinomaisella tasolla.

Vahvasta liikevaihdon kasvusta huolimatta Goforen kannattavuus on pysynyt sektorin parhaalla tasolla. Tämä on yleisesti IT-palvelusektorin yhtiölle poikkeuksellista, sillä nopea rekrytointivauhti tyypillisesti rasittaa konsulttiliiketoiminnassa kannattavuutta. Kannattavuustasoa selittää arviomme mukaan julkisen sektorin tasainen kysyntä ja pitkät sopimukset, erinomainen käyttöasteiden hallinta, projektiriskien minimointi ja korkea asiakaspysyvyys.

Gofore on vuodesta 2009 lähtien jakanut keskimäärin 50 % tuloksesta osinkoina.

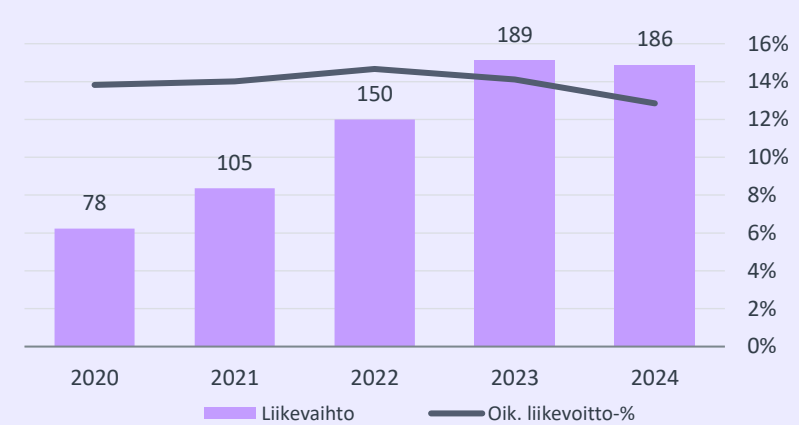
Vuosina 2022-23 yhtiö jatkoi vahvaa tekemistä vastatuulista huolimatta, mutta vuosi 2024 oli haastava

Vuosi 2022 oli Goforelle ja koko IT-palvelusektorille Venäjän hyökkäyssodan myötä epävarmuuden vuosi, mutta kysyntä pysyi vielä isossa kuvassa hyvällä tasolla. Vuonna 2023 epävarmuus realisoitui laajemmin markkinassa Q2:lla, mutta Gofore jatkoi edelleen vahvaa kasvua. Vuonna 2024 markkinan heikkous alkoi näkyä myös Goforessa ja liikevaihto kääntyi ensimmäistä kertaa laskuun. Orgaanisesti liikevaihto kasvoi 28 % ja 20 % vuosina 2022-23 sekä laski 3 % vuonna 2024.

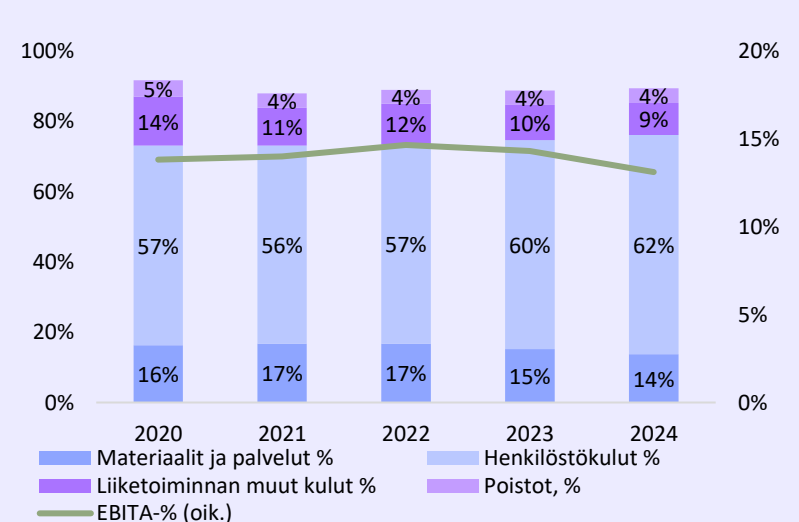
Yhtiön asiakashinnat nousivat +3,5 % vuosittain vuosina 2022 ja 2023, mutta kääntyivät pieneen 0,3 %:n laskuun vuonna 2024. Asiakashintojen kasvua vuonna 2023 ja pelkästään pientä laskua vuonna 2024 voidaan kuitenkin pitää erinomaisena suorituksena, kun huomioidaan voimakas hintakilpailu, joka alkoi Q2'23:lla. Tämä johtuu suurilta osin yhtiön pitkästä tilauskannasta julkisella sektorilla. Goforen palkkajousto on myös ollut hyvää, kun palkat kasvoivat "vain" 2,6 %, 3,6 % ja 1,0 % vuosina 2022-24. Palkkajousto perustuu osin yhtiön omaan TES:iin, mutta myös uudet työntekijät ovat olleet halvempia, kun lähtijät.

Maantieteellisesti katsottuna 11 % liikevaihdon tuli kansainvälisestä liiketoiminnasta ja loput 89 % Suomesta vuonna 2022. Vuonna 2023 Kansainvälisen liikevaihdon osuus kasvoi 17 %:iin eMundo-yritysoston ja orgaanisen kasvun tukemana. Sitten vuonna 2024 kansainvälisen liikevaihdon osuus kuitenkin laski hyvin selvästi yhden suuremman asiakkaan poistuman ajamana ja oli lopulta vain 12 % konsernin liikevaihdon.

Liikevaihdon ja kannattavuuden kehitys



Kulut liikevaihdon, %



Historiallinen kehitys 2/2

Kannattavuus on kuitenkin vastatuulista ja kovasta liikevaihdon trendin muutoksesta huolimatta ollut vahvalla tasolla vuosina 2022-24. Oikaistu EBITA-% on oli 15 %, 14 % ja 13 % vuosina 2022-24, mikä on sektoria noin tuplasti parempi taso. Huomioitavaa on myös että, Gofore kuulu sektorilla niihin harvoin yhtiöihin, joka ei ole toteuttanut muutosneuvotteluita Suomessa viime vuosina sopeuttaakseen työntekijämäärää.

Kulupohjaa tarkastellessa, voidaan huomioda, että henkilöstökulut ovat suhteellisesti kasvaneet selvästi (6 %-yksikköä) vuonna 2024 verrattuna vuoteen 2022, mitä selittää pääosin heikommät laskutusasteet. Toisaalta yhtiö on pystynyt muuten tehostamaan ja liiketoiminnan muut kulut ovat laskeneet suhteessa liikevaihtoon yli 2 %-yksikköä vuodesta 2022.

Muilla tulosriveillä poistot ovat nousseet IFRS-16 (vuokra) poistojen ajamana, mutta muuten kulurakenteessa ei ole suurempia muutoksia. Vahvan nettokassan myötä yhtiö saa hieman rahoitustuottoja.

Tase on vahva ja mahdollistaa uudet yritysostot

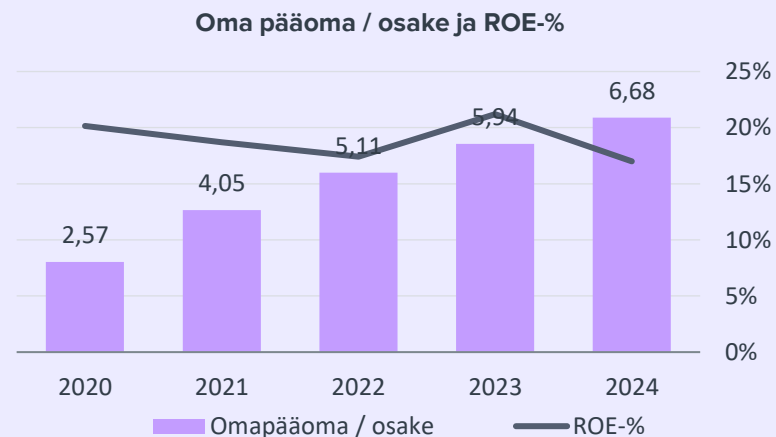
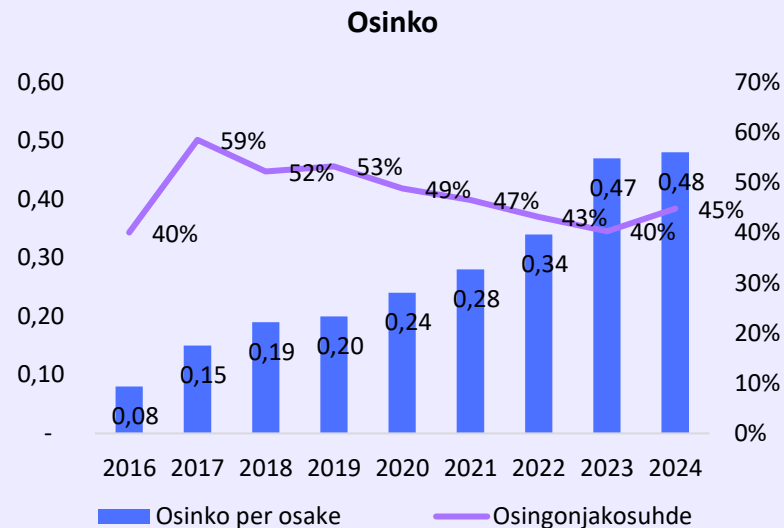
Gofore on ollut läpi historian taseeltaan todella vahva ja kevyt. Yhtiön tase on historiassa koostunut pääosin käyttöpääomatarpeista. Yrityskauppojen myötä taseeseen on kuitenkin syntynyt liikearvoa. Gofore on historiassaan aina pitänyt vahvan nettokassan ja nettovelkaantuminen on ollut keskimäärin -36 % vuosina 2017-2024. Omavaraisuusaste on samana aikana ollut keskimäärin 58 %.

Vuoden 2024 lopussa yhtiöllä oli korollista vierasta pääomaa 22 MEUR (sisältäen 13 MEUR IFRS 16-velkoja) ja

kassaa 57 MEUR. Yhtiön omavaraisuusaste oli 62 % (2022: 54 %) ja nettovelkaantumisaste -34 % (2022: -30 %). Yhtiön tase on hyvin vahvalla pohjalla johtuen terveestä liiketoiminnasta ja vakaasta rahavirrasta sekä siitä ettei uusia yritysostoja ole toteutunut reiluun vuoteen. Kolikon kääntöpuoli on, että tase on ollut tavallaan tehottamassa käytössä tästä johtuen.

Goforen tase on hyvin tyypillinen IT-palveluyhtiön tase. Taseen suurimpia omaisuuseriä ovat liikearvo, aineettomat hyödykkeet, saamiset ja kassa jotka vastasivat 29 %, 10 %, 15 % ja 33 % vuoden 2024 lopussa.

Goforen vapaan operatiivisen kassavirran ja käyttökäteen suhdeluku on ollut keskimäärin 94 % vuosina 2017-2024, mikä on erityisen hyvä taso voimakkaaseen kasvuun nähden.



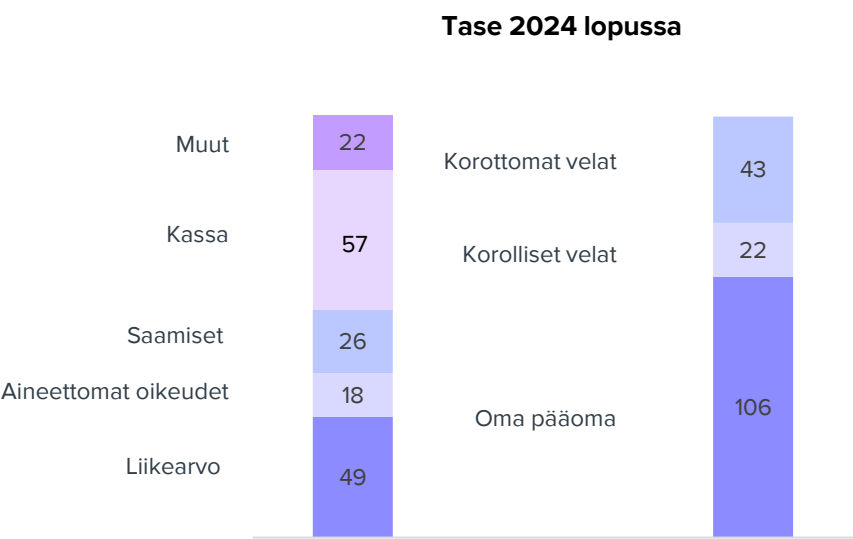
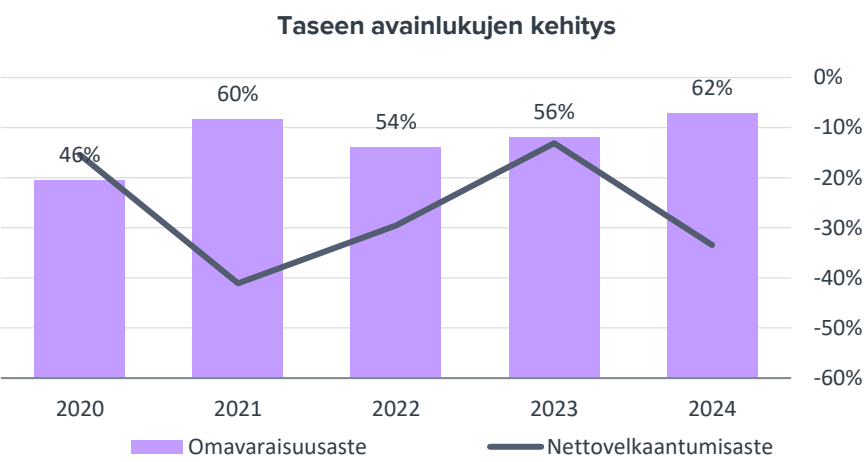
Historiallinen kehitys

Lyhennetty tuloslaskelma	2020	2021	2022	2023	2024	2025e
Liikevaihto	78,0	105	150	189	186	184
Käyttökate (EBITDA)	12,3	17,1	22,7	30,4	28,5	28,5
EBITA (oik)	10,8	14,6	22,0	26,7	23,9	24,5
Liikevoitto (EBIT)	8,8	12,2	16,6	23,0	20,8	20,9
Tulos ennen veroja	8,6	11,3	15,9	22,9	21,3	21,7
Nettotulos	6,9	9,1	12,2	18,3	16,8	16,7
Osakekohtainen tulos	0,6	0,8	1,13	1,40	1,27	1,29
Vapaa kassavirta	-6,7	4,2	-7,3	-6,7	27,2	19,0

Avainluvut	2020	2021	2022	2023	2024	2025e
Liikevaihdon kasvu-%	22 %	34 %	43 %	26 %	-2 %	-1 %
Käyttökate-%	15,8 %	16,3 %	15,2 %	16,1 %	15,3 %	15,5 %
Oik. liikevoitto-%	13,8 %	14,0 %	14,7 %	14,1 %	12,8 %	13,3 %
Liikevoitto-%	11,2 %	11,7 %	11,1 %	12,2 %	11,2 %	11,4 %
ROE-%	20 %	19 %	17 %	21 %	17 %	15 %
ROI-%	19 %	19 %	19 %	21 %	17 %	17 %
Omavaraisuusaste	46 %	60 %	54 %	56 %	62 %	67 %
Nettovelkaantumisaste	-15 %	-41 %	-30 %	-13 %	-33 %	-41 %

Osakelukuja	2020	2021	2022	2023	2024	2025e
EPS (oikaistu)	0,64	0,80	1,13	1,40	1,27	1,29
Kassavirta / osake	-0,48	0,28	-0,47	-0,43	1,73	1,21
Osinko / osake	0,24	0,28	0,34	0,47	0,48	0,50
Omapääoma / osake	2,57	4,05	5,11	5,94	6,68	7,27

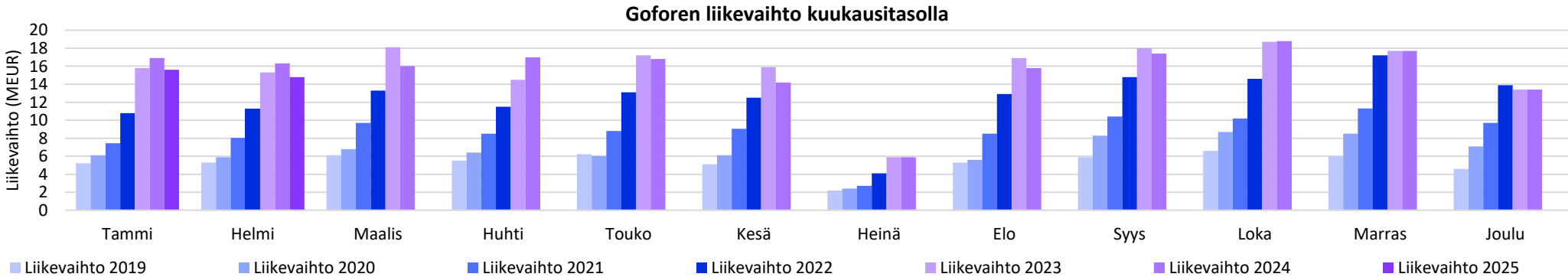
Lähde: Inderes



Lähde: Gofore ja Inderes

Historiallinen kehitys kuukausi ja vuosi

	Tot 2018	Tot 2019	Tot 2020	Tot 2021	Tot 2022	Tot 2023	Tot 1/24	Tot 2/24	Tot 3/24	Tot 4/24	Tot 5/24	Tot 6/24	Tot 7/24	Tot 8/24	Tot 9/24	Tot 10/24	Tot 11/24	Tot 12/24	Tot 2024	Tot 1/25	Tot 2/25
Liikevaihto	50,6	64,1	78,0	104,5	149,9	189,3	16,9	16,3	16,0	17,0	16,8	14,2	5,9	15,8	17,4	18,8	17,7	13,4	186,2	15,6	14,8
muutos, %	49 %	27 %	22 %	34 %	43 %	26 %	7 %	7 %	-12 %	17 %	-2 %	-11 %	0 %	-7 %	-3 %	1 %	-5 %	-6 %	-1,6 %	-8 %	-9 %
muutos työpäiväkorjattuna, %	48 %	27 %	21 %	34 %	43 %	27 %	2 %	2 %	1 %	1 %	-2 %	-1 %	-10 %	-2 %	-3 %	-4 %	-1 %	-6 %	-2,0 %	-3 %	-4 %
Henkilöstömäärä	495	582	724	799	1106	1411	1463	1461	1456	1456	1455	1453	1446	1452	1474	1472	1469	1471	1461	1470	1464
Kokonaiskapasiteetti, FTE2	460	539	669	745	1035	1322	1372	1372	1372	1372	1369	1368	1366	1366	1380	1384	1371	1382	1373	1387	1381
Alihankinta, FTE3	50	53	105	113	159	172	147	149	160	155	159	143	65	144	172	169	166	157	149	148	144
Työpäiviä	252	252	253	253	253	251	22	21	20	21	21	19	23	22	21	23	21	18	252	21	20
muutos, %	0,4 %	0,0 %	0,4 %	0,0 %	0,0 %	-0,8 %	5 %	5 %	-13 %	17 %	0 %	-10 %	10 %	-4 %	0 %	5 %	-5 %	0 %	0,4 %	-5 %	-5 %
Liikevaihto per FTE, kk							11,1	10,7	10,4	11,1	11,0	9,4	4,1	10,5	11,2	12,1	11,5	8,7		10,2	9,7
Liikevaihto k/henkilö/työpäivä, kk	0,44	0,45	0,45	0,48	0,50	0,50	0,51	0,510	0,522	0,530	0,524	0,495	0,179	0,476	0,534	0,526	0,548	0,484	0,49	0,484	0,485
muutos, % v/v		0,2 %	1,8 %	6,2 %	3,1 %	1,7 %	-5,2 %	-3,9 %	-3,1 %	-2,6 %	-3,9 %	-2,7 %	-9,1 %	-1,7 %	-2,8 %	-3,7 %	0,4 %	-7 %	-3,8 %	-4 %	-5 %
muutos, % kk/kk							-3 %	1 %	2 %	2 %	-1 %	-6 %	-64 %	165 %	12 %	-1 %	4 %	-12 %		0 %	0 %
Henkilöstökasvu, kk	121	87	142	128	445	168	-2	-2	-5	0	-1	-2	-7	6	22	-2	-3	2	6	-1	-6
Oma kapasiteetti + alihankinta, kasvu kk			182	152	457	161	-11	2	11	-5	1	-17	-80	79	42	1	-16	2	9	-4	-10
Kokonais FTE, kasvu kk	114	79	130	120	421	162	0	0	0	0	-3	-1	-2	0	14	4	-13	11	10	5	-6
Alihankinta FTE, kasvu kk		3	52	32	36	-1	-11	2	11	-5	4	-16	-78	79	28	-3	-3	-9	-1	-9	-4
Alihankinta kokonaiskapasiteetin lisäksi (%)							10 %	10 %	10 %	10 %	10 %	9 %	5 %	10 %	11 %	11 %	11 %	10 %		10 %	9 %
Lähde: Gofore ja Inderes						-9 %															



Lähde: Gofore ja Inderes

Ennusteet 1/3

Ennusteajurit

Ennustamme Goforen liikevaihtoa pääasiassa henkilökunnan kokonaiskapasiteetin (oma henkilökunta ja alihankinta) muutoksen kautta, koska yhtiön liikevaihto on vahvasti riippuvainen osajakapasiteetista. Lisäksi asiakashintojen ja laskutusasteiden muutos vaikuttaa liikevaihtoon ja tätä ennustamme liikevaihto per työntekijä per työpäivä parametrin kautta.

Kulurakenteessa suurin kuluerä on henkilöstökulut, joka on suoraan sidonnainen oman henkilöstömäärän muutoksiin, tuottavuuteen sekä palkkainflaatioon. Myös materiaalit ja palvelut ovat pääasiassa suoraan liikevaihtoon sidonnaisia alihankintakuluja. Kolmatta suurta kuluerää, liiketoiminnan muita kuluja ennustamme pääasiassa suhteessa liikevaihdon kehitykseen.

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

isossa kuvassa pienentää myös osakkeen riskitasoa.

Gofore ei anna ohjeistusta, mikä lisää erityisesti nykyisen kaltaisessa epävarmassa ympäristössä ennusteisiin liittyvää epävarmuutta kuluvalle vuodelle. Yhtiön kuukausittaisten kattavien liiketoimintakatsausten myötä meillä on kuitenkin verrattain hyvä näkyvyys yhtiön liiketoiminnan kehitykseen. Lisäksi yhtiön pitkäaikainen hyvin tasainen ja sektoria parempi tekeminen antavat luottoa pitkän aikavälin ennustamiseen.

Odotamme yhtiön jatkavan myös epäorgaanista kasvua, mutta emme luonnollisesti sisällytä näitä ennusteisiimme. Yhtiöllä on kuitenkin vahva historia onnistuneista yritysostoista.

Vuosi 2025 on liikevaihdon osalta vielä haastava, mutta kannattavuus pysyy vahvana

Sektorilla markkinatilanne on jatkunut edelleen epävarmana vuodenvaihteen ympärillä, eikä selkeitä piristymisen merkkejä ole vielä näköpiirissä, mikä on ymmärryksemme mukaan myös Goforen näkemys. Goforen liiketoimintakatsauksien jäätyä

odotuksistamme laskimme ennusteita kuluvalle vuodelle (-3-4 %). Samalla käänne kasvu-uralle vaikuttaa venyvän ja olevan aikaisempaa oletettua hitaampaa. Lisäksi kova hintakilpailu julkisella sektorilla luo painetta kannattavuuteen. Näin laskimme (-7-13 %) myös lähivuosien tulosenennusteita. Markkinan elpyessä on yhtiön kuitenkin samalla myös annettava näyttöjä kasvusta uusilta strategian kasvu-alueilta.

Ennustamme Goforen liikevaihdon laskevan vielä 1 %:n koko vuonna 2025, mikä pitää sisällään ennustetun 4 %:n liikevaihdon laskun H1:llä ja 2 %:n kasvun H2:lla. Liikevaihtoon painetta antaa edelleen markkinassa kovana jatkunut hintapaine, vaikka odotamme Goforen tätä suhteellisen hyvin pystyvänkin torjumaan. Ennustamme liikevaihdon per työntekijä per työpäivä edelleen laskevan -1,2 % vuonna 2025 (2024 -3,8 %). Kyseinen parametri pitää sisällään asiakashintojen muutoksen ja laskutusasteet. Lisäksi alihankinnan joustavuus vaikuttaa parametriin (jos alihankintaa vähennetään ja mieluummin käytetään omaa vapaata kapasiteettia).

Ennustemuutokset	2025e	2025e	Muutos	2026e	2026e	Muutos	2027e	2027e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	190,2	184,2	-3 %	208	194	-7 %	231	213	-8 %
Käyttökate	29,3	28,5	-3 %	33,1	30,3	-8 %	37,0	33,4	-10 %
EBITA (oik.)	25,3	24,5	-3 %	28,9	26,1	-10 %	32,8	29,2	-11 %
Liikevoitto	21,7	20,9	-4 %	25,2	22,4	-11 %	29,1	25,5	-13 %
Tulos ennen veroja	22,5	21,7	-4 %	25,4	22,6	-11 %	29,5	25,8	-13 %
EPS (oik.)	1,33	1,29	-3 %	1,50	1,35	-10 %	1,72	1,53	-11 %
Osakekohtainen osinko	0,50	0,50	0 %	0,53	0,53	0 %	0,00	0,00	

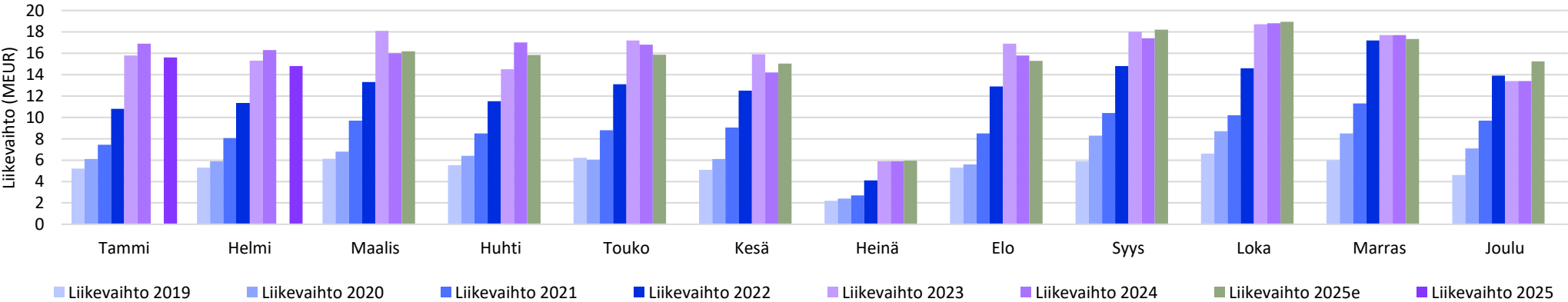
Lähde: Inderes

Kuukausiennusteet	Tot	Tot	Enn	Enn	Enn	Enn	Enn	Enn	Enn	Enn	Enn	Enn	Enn	Enn	Enn	Enn
	1/25	2/25	3/25	4/25	5/25	6/25	7/25	8/25	9/25	10/25	11/25	12/25				
Liikevaihto	15,6	14,8	16,2	15,8	15,9	15,0	5,9	15,3	18,2	18,9	17,3	15,2	184,2			
muutos, %	-8 %	-9 %	1 %	-7 %	-6 %	6 %	1 %	-3 %	5 %	1 %	-2 %	14 %	-1 %			
muutos työpäiväkorjattuna, %	-3 %	-4 %	-4 %	-2 %	-1 %	1 %	1 %	1 %	0 %	1 %	3 %	3 %				
Liikevaihto k/henkilö/työpäivä, kk	0,484	0,485	0,51	0,52	0,52	0,49	0,18	0,48	0,54	0,53	0,55	0,49	0,48			
muutos, % v/v	-4 %	-5 %	-3,0 %	-2,0 %	-1,0 %	0,0 %	0,0 %	0,5 %	0,5 %	0,5 %	0,5 %	0,5 %	-1,2 %			
muutos, % kk/kk	0 %	0 %	4 %	3 %	0 %	-5 %	-64 %	167 %	12 %	-1 %	4 %	-12 %				
Oma kapasiteetti + alihankinta, kasvu kk	-4	-10	-4	2	6	-10	-80	83	20	15	15	-5	28			
Alihankinta kokonaiskapasiteetin lisäksi (%)	10 %	9 %	9 %	9 %	9 %	9 %	3 %	9 %	9 %	9 %	10 %	9 %				
Lähde: Gofore ja Inderes																

Kuukausiennusteet vuodelle 2025

	Tot 1/25	Tot 2/25	Enn 3/25	Enn 4/25	Enn 5/25	Enn 6/25	Enn 7/25	Enn 8/25	Enn 9/25	Enn 10/25	Enn 11/25	Enn 12/25	Enn 2025
Liikevaihto	15,6	14,8	16,2	15,8	15,9	15,0	5,9	15,3	18,2	18,9	17,3	15,2	184,2
muutos, %	-8 %	-9 %	1 %	-7 %	-6 %	6 %	1 %	-3 %	5 %	1 %	-2 %	14 %	-1 %
muutos työpäiväkorjattuna, %	-3 %	-4 %	-4 %	-2 %	-1 %	1 %	1 %	1 %	0 %	1 %	3 %	3 %	
Henkilöstömäärä	1470	1464	1462	1464	1467	1472	1472	1475	1485	1495	1505	1515	1479
Kokonaiskapasiteetti, FTE2	1387	1381	1379	1381	1384	1389	1389	1392	1402	1412	1422	1432	1396
Alihankinta, FTE3	148	144	142	142	145	130	50	130	140	145	150	135	133
Työpäiviä	21	20	21	20	20	20	23	21	22	23	20	20	251
muutos, %	-5 %	-5 %	5 %	-5 %	-5 %	5 %	0 %	-5 %	5 %	0 %	-5 %	11 %	
Liikevaihto per FTE, kk	10,2	9,7	10,6	10,4	10,4	9,9	4,1	10,0	11,8	12,2	11,0	9,7	
Liikevaihto k/henkilö/työpäivä, kk	0,484	0,485	0,51	0,52	0,52	0,49	0,18	0,48	0,54	0,53	0,55	0,49	0,48
muutos, % v/v	-4 %	-5 %	-3,0 %	-2,0 %	-1,0 %	0,0 %	0,0 %	0,5 %	0,5 %	0,5 %	0,5 %	0,5 %	-1,2 %
muutos, % kk/kk	0 %	0 %	4 %	3 %	0 %	-5 %	-64 %	167 %	12 %	-1 %	4 %	-12 %	
Henkilöstökasvu, kk	-1	-6	-2	2	3	5	0	3	10	10	10	10	44
Oma kapasiteetti + alihankinta, kasvu kk	-4	-10	-4	2	6	-10	-80	83	20	15	15	-5	28
Kokonais FTE, kasvu kk	5	-6	-2	2	3	5	0	3	10	10	10	10	50
Alihankinta FTE, kasvu kk	-9	-4	-2	0	3	-15	-80	80	10	5	5	-15	-22
Alihankinta kokonaiskapasiteetin lisäksi (%)	10 %	9 %	9 %	9 %	9 %	9 %	3 %	9 %	9 %	9 %	10 %	9 %	
Lähde: Gofore ja Inderes													

Goforen liikevaihto kuukausitasolla



Ennusteet 2/3

Odotamme EBITA-%:n nousevan hieman ja olevan 13,3 % vuonna 2025 (2024 12,8 %). Kannattavuusparannusta ajaa paremmat laskutusasteet ja kulutehokkuus. Kannattavuutta rajoittaa edelleen asiakashintojen paine ja palkkainflaation negatiivinen nettovaikutus. Yhtiön palkkainflaatio joustaa kuitenkin sektoria paremmin yhtiön tuloskehityksen mukaan, johtuen omasta TES-sopimuksesta. Muilla tulosriveillä emme odota juurikaan muutoksia.

Ennustamme oikaistun osakekohtaisen tuloksen kasvavan 1,29 euroon (2024 1,27 €). Oikaisemme tuloksesta yrityshankintoihin liittyvät aineettomien hyödykkeiden poistot, koska ne eivät ole kassavirtavaikutteisia. Odotamme raportoidun osakekohtaisen tuloksen olevan 1,06 euroa osakkeelta. Arvioimme yhtiön jakavan osinkoa 47 % tuloksesta osinkona, mikä vastaa 0,50 euron osakekohtaista osinkoa.

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

Liikevaihtoon liittyen seuraamme erityisesti henkilöstömäärän kehitystä kuukausittain. Tuloksen osalta seuraamme tiiviisti laskutusteiden kehitystä sekä asiakashintojen ja palkkainflaation muutosta, koska nämä ovat keskeisiä kannattavuuden ajureita (ja osin liikevaihtoon vaikuttavia).

Odotamme yhtiön uusien kasvualueiden vetävän kasvua strategiakaudella ja kannattavuuden olevan vahvaa

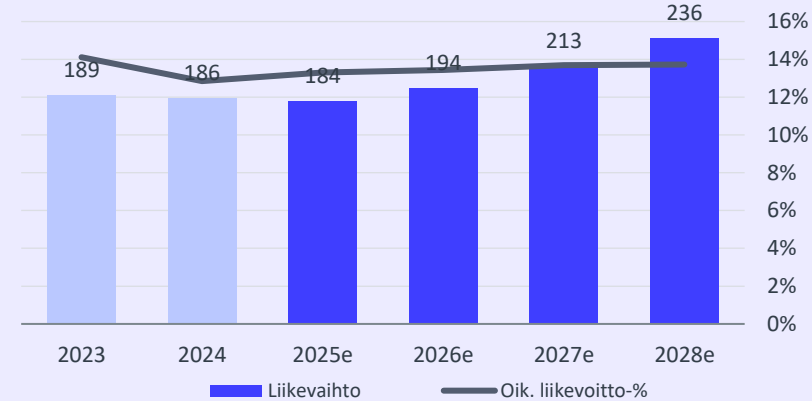
Gofore on historiassa kasvanut vahvasti julkisen sektorin vahvan osaamisen vetämänä Suomessa. Goforen

markkinaosuus julkisella sektorilla Suomessa alkaa kuitenkin olemaan suurehko ja kasvuvauhdin ylläpitäminen siten haastavampaa. Siten yhtiön on jatkossa tärkeää onnistua uusilla kasvualueilla, jotta yhtiö pääsee takaisin kasvu-uralle ja erityisesti lähemmäs historiallisia vahvoja kasvulukemia.

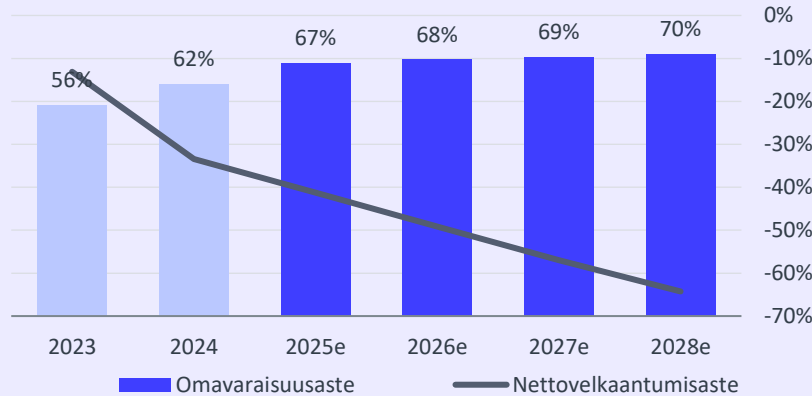
Pidempään jatkunut haastava markkinatilanne ja asiakashintojen paine on uinut jo osin sisälle sektorin ja Goforen tilauskantaan. Tämä vaikuttaa siten osin vielä lähivuosien asiakashintoihin, sekä siten liikevaihtoon ja kannattavuuteen. Näemme kuitenkin Goforen olevan kilpailullisesti hyvässä asemassa niin osaajien saatavuuden kuin hinnoitteluvoimankin suhteen, mitä viime vuodet myös kuvaavat. Lisäksi odotamme yhtiön jatkavan epäorgaanista kasvua lähivuosina, mutta emme luonnollisesti ole sisällyttäneet näitä ennusteisiimme. Yhtiöllä on vahvaa kokemusta yrityskaupoista ja niiden strategisesta arvosta, strukturoinnista sekä integraatiosta, mikä lisää luottamusta tulevaisuuden kauppojen osalta.

Vuosina 2026-2028 ennustamme liikevaihdon kasvavan 6-11 % (orgaanisesti) uusien kasvualueiden ajamana yksityisellä sektorilla ja kansainvälisesti. Teknisesti kasvua tukee asiakashintojen ja laskutusasteiden asteittainen paraneminen (~1 %:a vuosittain) sekä rekrytoinnit (90-160 henkilöä vuosittain). Ennusteemme liikevaihdon kasvuille ovat alle yhtiön viimeisen 5 vuoden tason (14 %) ja vain hieman yli sektorin keskimääräisen historiallisen yli syklin katsovan tason (~7 %). Tämän taustalla on yhtiön kasvanut kokoluokka ja haasteellisempi kasvu Suomen julkisella sektorilla sekä vielä suhteellisesti pienempi yksityisen sektorin ja kansainvälisen liiketoiminnan osuus.

Liikevaihdon ja kannattavuuden kehitys



Taseen avainlukujen kehitys



Ennusteet 3/3

Gofore on osoittanut, että sen kannattavuus on vahvaa, vaikka vastatuulia on markkinassa. Yhtiön mukaan sen johtamismallit rakentuvat 15 %:n EBITA-marginaalin mukaisesti ja yhtiö pystyy liiketoiminnan hyvän ennustettavuuden myötä suhteellisen tarkasti toimimaan tämän mukaisesti. Ennustamme yhtiön EBITA-%:n nousevan vain marginaalisesti vuosittain laskutusasteiden ja yksityisen sektorin parempien hintojen ajamana ja 13,7 %:iin vuonna 2028, mikä alle tavoitteiden ja historiallisen tasojen, mutta selvästi sektorin keskimääristä vahvempi taso. Gofore on vuosina 2023-2024 tehostanut kulupohjaa hyvin (poislukien henkilöstökulut). Näin yhtiö on hyvissä asemissa kannattavuuden näkökulmasta ja potentiaalia on myös yli ennusteidemme, kun markkina antaa myötätuulta ja yhtiö pääsee takaisin kasvu-uralle.

Strategiakaudella kokonaisuutena, vuosina 2025-2030 ennustamme orgaanisen liikevaihdon kasvun olevan keskimäärin 7 % ja EBITA-%:n keskimäärin 13,4 %. Näin ennustemme ovat kasvun ja kannattavuuden osalta hieman alle tavoitteiden, mutta edelleen selvästi yli sektorin. Pidämme kuitenkin tavoitetasoja mahdollisena, mutta se vaatii mielestämme myös tukea paremmalta markkinatilanteelta.

Pitkän aikavälin ennusteet

Pitkällä aikavälillä odotamme kasvun asteittain hidastuvan 5 %:iin ja olevan 2,0 % ikuisuusoletuksessa. Arvioimme EBITA-%:n laskevan asteittain kohti 12 % ja olevan sitä ikuisuusoletuksessa. Näkemyksemme mukaan yhtiön ennustettava liiketoimintamalli, pitkät asiakassopimukset ja vahva yllätyksetön historia antavat tukea myös pidemmän aikavälin ennustamiselle ja kassavirtamallin käyttämiseen arvonmäärittämisessä. Ennustemme ovat tavallaan

varovaiset, sillä ne ovat kasvun ja kannattavuuden osalta, alle yli syklin (viimeisen 5 vuoden keski-arvojen) toteutuneiden lukujen. Historiallista matalampia ennusteita toisaalta puoltaa uusien kasvualueiden vielä pienet näytöt sekä vaikeus kasvavassa kokoluokassa ylläpitää vahvaa operatiivista kehitystä.

Yritystostojen potentiaalinen vaikutus

Gofore on ollut historiassa aktiivinen ja omistaja-arvoa luova konsolidoija. Odotamme yhtiön olevan myös jatkossa aktiivinen yritysostomarkkinalla, mitä myös yhtiön tavoitteet indikoivat. Yhtiön vuodenvaihteessa päivittämät strategiset kasvualueet ja taloudelliset tavoitteet odottavat yhtiön tekevän yritysostoja noin 150 MEUR:n liikevaihtotason edestä vuoteen 2030 mennessä. Arviomme mukaan Gofore haluaa tällä kertaa hakea kuitenkin aikaisempaa isompia yritysostokohteita, mihin vahva kassa 57 MEUR ja velkavipu tarjoavat liikkumavaraa. Lisäksi oman osakkeen käyttö maksuvälineenä antaa runsaasti liikkumavaraa.

Näitä suurempia kohteita, jotka sopivat yhtiön suhteellisen tiukkaan yritysostokriteerien seulaan, on kuitenkin määrällisesti selvästi vähemmän kuin pieniä kohteita, ja siten sopivan kohteen löytämisessä voi kestää. Oikealla taulukossa olemme hahmotelleet paljonko liikevaihdon kasvun ostaminen vaatisi pääomia. Oletuksena on, että yhtiö ostaa tervettä ja kannattavaa liiketoimintaa, minkä myötä myös ostokohteen arvostus on sektorin keskimääristä korkeampi. Kansainvälisten verrokkien mediaani EV/liikevaihto kerroin on 1,8x, Suomalaisten 0,7x ja Goforen 1,5x. Oletamme ostokohteiden arvostuksen olevan yli 1x, mutta alle Goforen 1,5x kertoimien. Näin yhtiöllä tulisi olla hyvä mahdollisuus pääomien puolesta ostaa 160 MEUR liikevaihtoa. Kysymys kuulu enemmän, löytääkö yhtiö tarpeeksi sopivia kohteita ja millä pääomarakenteella (kassa/velka) kaupan maksu toteutetaan sekä käytetäänkö maksussa omaa osaketta.

Paljonko liikevaihtoa saa ostettua

		Arvostus EV/L					
		1,0x	1,2x	1,4x	1,6x	1,8x	2,0x
Pääomia käytettynä yritysostoihin	140	140	117	100	88	78	70
	160	160	133	114	100	89	80
	180	180	150	129	113	100	90
	200	200	167	143	125	111	100
	220	220	183	157	138	122	110
	240	240	200	171	150	133	120

Gofore Q4'24: Asiakaskysyntään kohdistuu edelleen epävarmuutta



Kvartaaliennusteet

Tuloslaskelma	2022	2023	Q1'24	Q2'24	Q3'24	Q4'24	2024	Q1'25e	Q2'25e	Q3'25e	Q4'25e	2025e	2026e	2027e	2028e
Liikevaihto	150	189	49,2	48,0	39,1	49,8	186	46,6	46,7	39,4	51,5	184	194	213	236
Käyttökate	22,7	30,4	7,8	7,1	6,0	7,6	28,5	7,0	7,2	6,1	8,2	28,5	30,3	33,4	36,7
Poistot ja arvonalennukset	-6,1	-7,4	-2,0	-1,9	-1,9	-1,9	-7,7	-1,9	-1,9	-1,9	-1,9	-7,6	-7,9	-7,9	-7,6
EBITA (oik.)	22,0	26,7	6,8	6,1	4,4	6,7	23,9	6,0	6,2	5,1	7,2	24,5	26,1	29,2	32,4
Liikevoitto	16,6	23,0	5,8	5,2	4,1	5,7	20,8	5,1	5,3	4,2	6,3	20,9	22,4	25,5	29,1
Nettorahoituskulut	-0,8	-0,1	-0,1	0,2	0,3	0,2	0,6	0,2	0,2	0,2	0,2	0,8	0,2	0,3	0,5
Tulos ennen veroja	15,9	22,9	5,7	5,4	4,4	5,9	21,3	5,3	5,5	4,4	6,5	21,7	22,6	25,8	29,6
Verot	-3,7	-4,6	-1,3	-1,3	-1,0	-0,9	-4,5	-1,2	-1,3	-1,0	-1,5	-5,0	-5,0	-5,4	-5,9
Nettotulos	12,2	18,3	4,4	4,1	3,4	4,9	16,8	4,1	4,2	3,4	5,0	16,7	17,6	20,3	23,6
EPS (oikaistu)	1,13	1,40	0,34	0,32	0,24	0,37	1,27	0,32	0,32	0,27	0,38	1,29	1,35	1,53	1,71
EPS (raportoitu)	0,79	1,17	0,28	0,26	0,22	0,31	1,07	0,26	0,27	0,22	0,32	1,06	1,12	1,29	1,50

Tunnusluvut	2022	2023	Q1'24	Q2'24	Q3'24	Q4'24	2024	Q1'25e	Q2'25e	Q3'25e	Q4'25e	2025e	2026e	2027e	2028e
Liikevaihdon kasvu-%	43,5 %	26,2 %	0,2 %	0,9 %	-4,2 %	-3,6 %	-1,6 %	-5,4 %	-2,7 %	0,7 %	3,4 %	-1,1 %	5,5 %	9,5 %	10,8 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%		21,5 %	-18,2 %	12,8 %	-7,7 %	-19,3 %	-10,4 %	-11,4 %	1,2 %	17,3 %	8,0 %	2,5 %	6,7 %	11,5 %	11,0 %
Käyttökate-%	15,2 %	16,1 %	15,7 %	14,8 %	15,3 %	15,3 %	15,3 %	15,0 %	15,3 %	15,5 %	15,9 %	15,5 %	15,6 %	15,7 %	15,5 %
Oikaistu liikevoitto-%	14,7 %	14,1 %	13,8 %	12,7 %	11,2 %	13,4 %	12,8 %	12,9 %	13,2 %	13,0 %	14,0 %	13,3 %	13,4 %	13,7 %	13,7 %
Nettotulos-%	8,2 %	9,7 %	8,9 %	8,5 %	8,7 %	9,9 %	9,0 %	8,8 %	9,0 %	8,6 %	9,7 %	9,1 %	9,1 %	9,6 %	10,0 %

Lähde: Inderes.



Arvonmääritys 1/4

Sijoitusnäkemys - vahva orgaaninen ja epäorgaaninen kasvu osakkeen keskeisinä ajureina

Gofore on kasvulla ja kannattavuudella mitattuna selkeästi toimialansa parhaimmistoa, erityisesti Suomalaisiin verrokkeihin verrattuna. Yhtiön kasvu perustuu omiin rekrytointeihin, alihankintaan, asiakashintojen nousuun ja onnistuneisiin yritysostoihin. Arviomme mukaan Goforen osakkeen arvomuodostus tulee pääasiassa perustumaan orgaanisen- ja epäorgaanisen liikevaihdon kasvun tuomaan tulokasvuun pidemmällä aikavälillä. Yhtiö on viimeisen viiden vuoden aikana tehnyt yhdeksän yritysostoa, mitkä ovat isossa kuvassa olleet onnistuneita. Yhtiön tase on edelleen hyvin vahva ja Gofore tavoittelee jatkossakin aktiivista konsolidaatiota sektorilla.

Näkemyksemme mukaan Goforen arvostusta tukevat seuraavat tekijät:

- Yhtiön historiallinen jatkuva sektoria vahvempi kasvu ja kannattavuus ilman suurempia kuoppia, mikä lisää luottamusta sektoria keskimäärin paremman suorittamisen jatkumiseen.
- Markkinan vahvat kysyntäfundamentit pidemmällä aikavälillä Goforen osaamisalueilla sekä Goforen nykyinen suhteellinen kilpailuetu sektorin osajakilpailussa.
- Yhtiön profiloituminen digitaalisen muutoksen IT-taloksi ja yhtiön osaamisalueiden (kuten neuvonantopalvelu, palvelumuotoilu, digitransformaatio) tuoma arvoketjuasema, mikä erottaa Goforea useista verrokeista. Lisäksi yhtiöllä on erikoisosaamista ja tuoteratkaisuja teollisuuden asiakkaille.

- Vahva asema defensiivisellä julkisella sektorilla ja profiloituminen julkishallinnon IT:n uudistajaksi. Julkisen puolen pitkät sopimukset tuovat ennustettavuutta rekryointitarpeeseen ja jatkuvuutta liiketoimintaan.
- Yhtiö on tehnyt onnistuneesti yritysjärjestelyjä, ei pelkästään tukeakseen kasvua, vaan myös strategisesti hyviä hankintoja vahvistaakseen kilpailukykyään ja arvoketjuasemaansa. Lisäksi yhtiön oma ja sektoria korkeampi arvostustaso mahdollistavat suhteellisesti paremmin arvonaluonnin yritysostoin.
- Matala itseohjautuva organisaatorakenne, oma tehokas toiminnanohjausjärjestelmä ja vakaa avainasiakasportfolio.
- Poikkeuksellisen suuri henkilöstö- ja avainjohdon omistus kannustimena henkilöstölle toimii pienenä selkänäjana sijoittajalle.
- Matalariskinen liiketoimintamalli, jossa yhtiö ei juurikaan kanna asiakasriskejä (tuntilaskutus).
- Yhtiön lupaus läpinäkyvästä, jatkuvasta ja avoimesta raportoinnista ja viestinnästä sijoittajille (mm. liikevaihdon kuukausiraportointi).

Vastaavasti näkemyksemme mukaan keskeisiä riskejä ja arvostukseen negatiivisesti vaikuttavia tekijöitä ovat:

- Yhtiö on edelleen kohtalaisen riippuvainen suurimmista asiakkaistaan (viisi suurinta 27 % liikevaihdosta vuonna 2024). Riski realisoitui DACH alueella vuonna 2024.
- Henkilöstön ja vahvan työntekijäimagon heikentyminen.

- Osaajamarkkinassa korkea palkkainflaatio ja vaihtuvuus.
- Yrityskauppojen integraatioon ja kansainvälistymiseen liittyvät riskit, jotka realisoituivat osittain Solinor-kaupassa vaihtuvuuden myötä ja Ison-Britannian liiketoiminnassa heikkona kehityksenä.
- Yhtiön henkilöstöintensiivisen liiketoimintamallin skaalautuvuus on rajallinen, mikä rajoittaa osakkeen hyväksyttävää arvostusta.
- Yhtiön tulokasvu ja arvonaluonti nojaavat liikevaihdon kasvuun tai yrityskauppoihin, sillä kannattavuus on jo hyvin vahva ja sektorin keskimääräistä selkeästi korkeampi.
- Tuoteliiketoiminnan ja palveluliiketoiminnan yhdistäminen on useilla verrokeilla ollut haastavaa, mikä nostaa myös Goforen riskitasoa. Toisaalta tuoteliiketoiminnan osuus ja rooli Goforella on vielä hyvin pieni ja synergiat palveluliiketoiminnan kanssa selkeät.
- Lyhyellä aikavälillä ohjeistuksen poisjättäminen lisää epävarmuutta myös Goforessa, koska markkinassa on edelleen poikkeuksellisen suurta epävarmuutta. Yksityinen sektori on syklisempää sekä yhä tärkeämpi osa yhtiön kasvua. Toisaalta myös julkisella sektorilla on voimakasta hintapainetta, mikä luo painetta sekä liikevaihtoon ja kannattavuuteen sekä sitä kautta hyväksyttävään arvostusasoon.
- Kiinteähintaisten projektien osuuden kasvaessa myös riskiprofiili kohoaa.

Arvonmääritys 2/4

Vertailuryhmä

Käytämme Goforen vertailuryhmänä Suomessa ja Pohjoismaissa listattuja IT-palveluyhtiöitä. Goforen erottavat tekijät kilpailussa liittyvät näkemyksemme mukaan palvelualueisiin, kuten neuvonantopalveluihin, asiakaskuntaan ja sen kokoluokkaan sekä liiketoiminta- ja toimitusmalleihin. Goforen liikevaihdosta verrattain suuri osa tulee neuvonantopalveluista, mikä erottaa yhtiön profiilia muihin ohjelmistokehitystaloihin. Lisäksi yhtiöllä on yritystoston myötä hyvin pieni tuoteliiiketoiminta, jonka funktio on lähinnä vahvistaa kilpailukykyä palveluliiketoiminnassa ja osin myös kannattavuutta tukeva. Yhtiötä ei tule nähdäksemme rinnastaa ohjelmistotaloihin.

Näkemyksemme mukaan yhtiön vertaaminen kansainvälisiin digiaikakauden verrokkeihin on osin perusteltua johtuen Goforen kansainvälisen liiketoiminnan strategisesta painopisteestä. Kansainvälisen liiketoiminnan osuus on kuitenkin vielä suhteellisesti pieni osa ja laski viime vuonna (2023-24: 17 %→12 %). Verrokkiryhmässä olemme käyttäneet Inderesin ennusteita seuraamissamme yhtiöissä, mikä huomioi liikearvopoistot ja parantaa vertailukelpoisuutta suomalaisten IT-palveluyhtiöiden välillä.

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

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

Gofore on arvostettu linjassa koko verrokkiryhmän, 9 % alle kansainvälisten tai 23 % yli suomalaisten verrokkien vuosien 2025–2026 kertoimilla. Tämä on houkutteleva, Suomalaisiin verrokkeihin verrattuna ja suhteellisen neutraali tai jopa kireähkö kansainvälisiin verrokkeihin verrattuna. Suomalaisiin verrokkeihin vähintään 20 %:n preemio on mielestämme perusteltu sektoria yleisesti noin tuplasti paremman kasvun ja kannattavuuden näkökulmasta katsottuna.

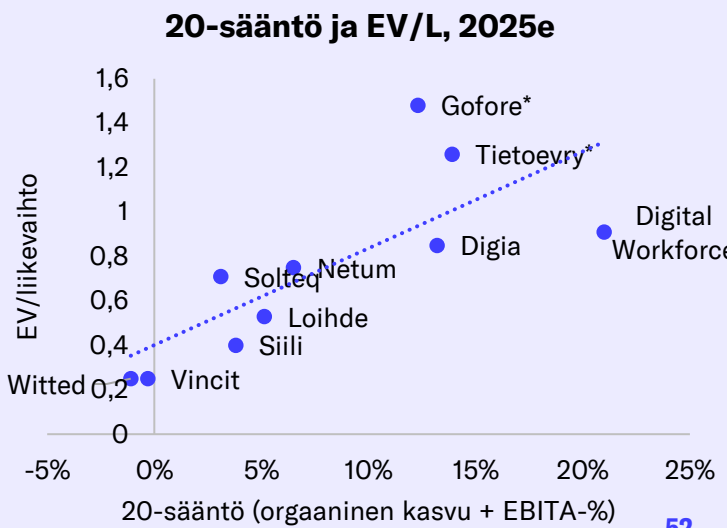
Sektorin yhtiöiden arvostus ”20-säännöllä” mitattuna

Tarkastelemme sektorin yhtiöiden arvostusta myös alkuvuonna lanseeraamallamme 20-säännöllä mitattuna ja vertaamme tätä EV/liikevaihto-kertoimeen. Lähes vastaavaa arvostusvertailua on käytetty SaaS-yhtiöissä. Tämä toimii mielestämme uutena mielenkiintoisena tulokulmana katsoa sektorin arvostustasoja.

Käytimme vertailussa vuoden 2025 ennusteita seuraamissamme yhtiöissä. Gofore on vertailussa arvostettu suhteellisen selvästi yli arvostusmenetelmän käyvän arvon linjan. Vuosi 2025 on kuitenkin Goforelle viimeisen 8 vuoden yksi heikoimmista vuosista (12 ”20-säännöllä”) ja selvästi alle 7v keskiarvon (34). Odotamme yhtiön palaavan lähivuosina jälleen paremmalle kasvuralle, mikä perustelee paremmin korkeaa arvostusta. Siten emme yhden heikon vuoden perusteella ole valmiita vetämään suoraa johtopäätöksiä.

Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	EV/EBIT		P/E	
	2025e	2026e	2025e	2026e
Gofore (Inderes)	11,0	9,8	15,5	14,8
Mediaani (kaikki verrokkit)	12,3	9,5	16,5	13,1
Erutus-% vrt. mediaani (kaikki)	-11 %	3 %	-6 %	13 %
Mediaani (Kansainväliset)	12,8	11,1	17,3	14,5
Erutus-% vrt. mediaani (Kansainväliset)	-14 %	-12 %	-10 %	2 %
Mediaani (Suomalaiset)	10,6	6,8	14,4	10,8
Erutus-% vrt. mediaani (Suomalaiset)	4 %	44 %	8 %	37 %

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



Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%	
Yhtiö	MEUR	MEUR	2025e	2026e	2025e	2026e	2025e	2026e	2025e	2026e	2025e	2026e
Digia*	172	171	7,8	6,5	6,5	5,6	0,81	0,72	10,2	9,0	3,0	3,3
Digital Workforce*	42	29	13,8	6,4	12,6	6,2	0,92	0,72	16,5	10,2	1,6	2,4
Gofore*	312	277	12,3	11,1	9,4	8,4	1,45	1,33	14,4	13,2	2,5	2,7
Loihde*	70	76	13,9	10,5	6,5	5,2	0,53	0,50	19,0	12,9	4,9	5,9
Netum Group*	27	31	8,5	6,8	8,0	6,6	0,72	0,66	14,5	10,8	5,7	6,7
Siili Solutions*	47	43	7,2	5,5	4,8	3,6	0,39	0,34	9,9	8,4	3,5	4,0
Solteq*	14	34	13,6	9,5	7,8	6,5	0,70	0,65		26,6		
Tietoevry*	1903	2565	9,3	9,1	8,4	7,6	1,24	1,34	10,6	9,7	8,1	8,2
Vincit*	29	20	7,1	4,8	5,8	4,2	0,25	0,22	13,0	9,0	6,8	7,4
Witted Megacorp*	21	13	10,6	6,4	10,0	6,2	0,24	0,21	18,4	13,1	1,5	1,5
Bouvet	695	691	15,0	13,0	12,1	10,7	1,84	1,65	19,5	17,0	4,8	5,4
CombinedX	63	61	8,2	7,0	4,7	4,3	0,67	0,64	10,6	9,1		
Avensia AB	35	37	9,0	8,2	6,6	6,4	0,90	0,84	10,9	9,9	4,9	
Knowit	375	433	17,9	12,2	7,9	6,6	0,73	0,69	23,4	13,4	2,6	3,8
Netcompany Group	1760	2056	15,6	13,2	12,0	10,5	2,18	2,00	18,2	14,2		
Epam Systems Inc	8859	7697	10,4	9,2	9,6	8,5	1,57	1,44	15,9	13,9		
Endava PLC	1122	1255	12,8	10,0	8,8	7,4	1,32	1,22	12,5	10,0		
Kainos Group PLC	974	800	11,0	10,4	10,3	9,7	1,83	1,73	17,1	16,3	4,0	4,2
Globant SA	4784	5083	12,8	11,1	9,8	8,8	2,06	1,81	16,8	14,5		
Accenture PLC	182493	180213	18,3	17,1	15,1	14,1	2,85	2,69	24,9	23,2	1,8	2,0
Atos SE	780	1850	6,9	5,1	2,0	2,0	0,20	0,20		2,1		
IBM	213507	250589	22,4	21,0	15,9	15,2	4,19	3,99	23,3	21,9	2,8	2,8
CGI Inc	21365	22385	13,4	12,6	10,9	10,3	2,21	2,10	17,5	16,0	0,3	0,4
Wipro Ltd	29700	25719	15,8	14,8	13,3	12,5	2,68	2,53	21,5	20,2	2,5	3,2
Gofore (Inderes)	315	270	11,0	9,8	9,5	8,4	1,46	1,32	15,5	14,8	2,5	2,7
Keskiarvo (kaikki)			12,2	10,0	9,0	7,7	1,33	1,24	16,2	13,4	3,7	4,1
Mediaani (kaikki)			12,3	9,5	8,8	6,6	0,92	0,84	16,5	13,1	3,2	3,8
<i>Erotus-% vrt. mediaani (kaikki)</i>			-11 %	3 %	8 %	27 %	59 %	57 %	-6 %	13 %	-23 %	-30 %
Mediaani (Kansainväliset)			12,8	11,1	9,8	8,8	1,8	1,7	17,3	14,5	2,6	3,0
<i>Erotus-% vrt. mediaani (Kansainväliset)</i>			-14 %	-12 %	-3 %	-4 %	-20 %	-20 %	-10 %	2 %	-2 %	-12 %
Mediaani (Suomalaiset)			10,6	6,8	7,8	6,2	0,72	0,66	14,4	10,8	4,2	5,0
<i>Erotus-% vrt. mediaani (Suomalaiset)</i>			4 %	44 %	22 %	35 %	103 %	99 %	8 %	37 %	-40 %	-47 %

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

Arvonmääritys 3/4

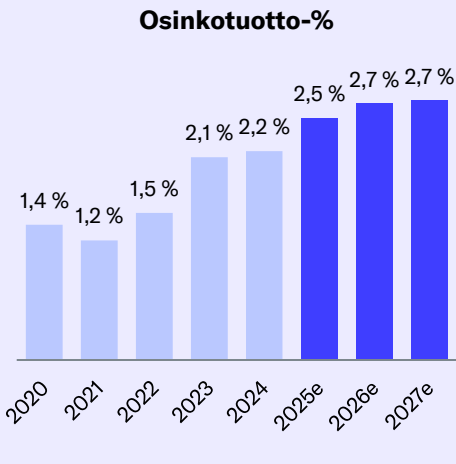
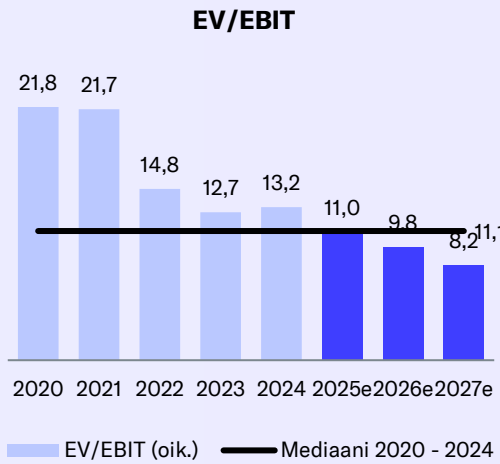
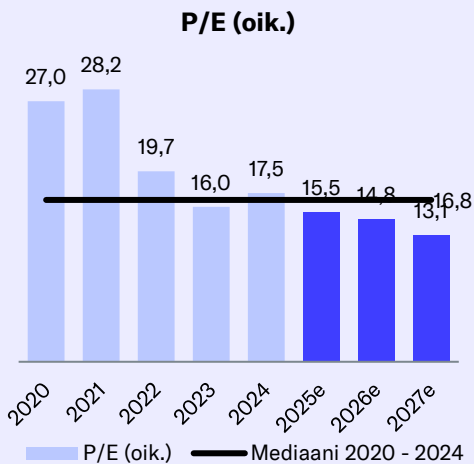
Arvostuskertoimiin pohjautuva arvostus

Goforen arvostusta voi tällä hetkellä seurata hyvin kaikkien tulospohjaisten arvostuskertoimien kautta. Yhtiön vahvan taseen myötä suosimme EV/EBIT-kerrointa, mutta myös P/E-kerroin on hyvä tarkistuspiste erityisesti markkinatilanteessa, jossa yritysjärjestelyiden toteuttaminen on haastavampaa ja tase ei ole ollut töissä. Vertailukelpoisuuden takia oikaisemme tuloksesta liikearvopoistot ja PPA-poistot (EBITA).

Goforen vahvan tekemisen myötä arvostuskertoimet ovat olleet historiassa hyvin korkealla EV/EBIT 13x–22x ja keskimäärin 17x viimeisen 5v aikana. Kasvuyhtiöiden arvostukset olivat nähdäksemme kuitenkin osittain kuplassa vuosina 2020–2021 nollakorkojen tukemana. Osakkeen kurssin poljettua pari vuotta käytännössä paikallaan, arvostus on laskenut yhtiön vahvan tuloskasvun myötä. Vuosien 2025–26e EV/EBIT- ja P/E-kertoimet ovat 10-11x ja 15–16x. Absoluuttisesti arvostuskertoimet ovat näkemyksemme mukaan houkuttelevat, kun huomioidaan yhtiön vuosia jatkunut vahva ja sektoria selvästi parempi suorittaminen.

Arvostustaso	2020	2021	2022	2023	2024	2025e	2026e	2027e	2028e
Osakekurssi	17,2	22,6	22,4	22,4	22,2	20,0	20,0	20,0	20,0
Osakemäärä, milj. kpl	14,0	15,1	15,5	15,7	15,7	15,7	15,7	15,7	15,7
Markkina-arvo	241	341	347	351	349	315	315	315	315
Yritysarvo (EV)	235	317	325	340	316	270	256	239	219
P/E (oik.)	27,0	28,2	19,7	16,0	17,5	15,5	14,8	13,1	11,7
P/E	34,9	37,5	28,4	19,2	20,7	18,8	17,9	15,5	13,3
P/B	6,7	5,6	4,4	3,8	3,3	2,8	2,5	2,3	2,1
P/S	3,1	3,3	2,3	1,9	1,9	1,7	1,6	1,5	1,3
EV/Liikevaihto	3,0	3,0	2,2	1,8	1,7	1,5	1,3	1,1	0,9
EV/EBITDA	19,1	18,6	14,3	11,2	11,1	9,5	8,4	7,2	6,0
EV/EBIT (oik.)	21,8	21,7	14,8	12,7	13,2	11,0	9,8	8,2	6,8
Osinko/tulos (%)	48,8 %	46,5 %	43,1 %	40,3 %	44,8 %	47,1 %	47,4 %	41,5 %	43,2 %
Osinkotuotto-%	1,4 %	1,2 %	1,5 %	2,1 %	2,2 %	2,5 %	2,7 %	2,7 %	3,2 %

Lähde: Inderes



Arvonmääritys 4/4

DCF kuvastaa selvää aliarvostusta ja pidemmän aikavälin potentiaalia

DCF-mallimme antaa osakkeelle arvoksi 26,5 euroa osakkeelta. Ennustamme 5–11 %:n kasvua vuosina 2025–33 (7v historiallinen orgaaninen keskiarvo 20 %) ja terminaalikasvuna 2,0 %. Lisäksi oletamme EBITA-%:n olevan keskimäärin vajaa 14 % vuosina 2025–2028 (2018–2023 keskimäärin 14 %) ja laskevan tämän jälkeen asteittain 12 %:iin terminaalissa (keskiarvo 2025-33 13,1 %). Olemme käyttäneet 8,8 %:n tuottovaatimusta (WACC), jossa oman pääoman tuottovaatimus on 10 %. Suhteellisen ”normaali” osa arvosta on terminaalissa (54 %) ja tasainen kannattavuus sekä erinomainen kasvuhistoria antavat parempaa tukea kassavirtalaskelmaan myös jatkossa. Kassavirtalaskelma osoittaa osakkeen olevan pitkällä aikavälillä hyvin houkuttelevasti hinnoiteltu. Lyhyen aikavälin yhtiön operatiivinen ja markkinan riskitaso on kuitenkin edelleen koholla.

Osakkeen tuotto-odotuksen komponentit

Tarkastelemme Goforen osakkeen tuotto-odotusta tuloskasvun, osinkotuoton ja hyväksytyjen arvostuskertoimien näkökulmasta. Arviomme mukaan yhtiöllä on lähivuosina edellytykset noin 10 %:n vuotuisen tuloskasvuun (vuoden 2025e tasoon nähden) pääosin liikevaihdon kasvun vetämänä. Lisäksi arvioimme yhtiön kasvunäkymän vuodesta 2026 eteenpäin olevan yhä valoisa. Varovaisilla ja ohjeistuksen (vähintään 40 % tuloksesta) alalaidalla olevilla osinkoennusteillamme osinkotuotto on vajaan 3 %:n tasolla. Yhtiön vahva rahavirta antaa hyvät edellytykset suhteellisen korkeaan voitonjakoon, mutta tiedämme yhtiön edelleen pyrkivän

myös epäorgaaniseen kasvuun ja tästä johtuen osinkoennusteemme ovat matalat. Näkemyksemme mukaan osakkeen arvostustaso on houkutteleva. Näin ollen odottamastamme tuloskasvusta, osingosta ja kertoimien nousuvarasta muodostuva vuotuinen tuotto-odotus (>15 %) ylittää selvästi oman pääoman tuottovaateeseen.

Yrityssostojen positiivinen optio

Gofore on toteuttanut useita onnistuneita yritysostoja historiassa. Yrityssostojen integrointi on sujunut hyvin ja uuden kokonaisuuden orgaaninen kasvu ja kannattavuus on jatkunut hyvänä yritysostojen jälkeen. Yhtiön oma sektoria korkeampi arvostus ja erinomainen yritysostojen historia huomioiden näemme yhtiöllä olevan hyvät edellytykset luoda omistaja-arvoa yritysostoilla. Emme huomioi tulevaisuuden yritysostoja ennusteissamme niiden mallintamisen erittäin korkean epävarmuuden takia. Miellämme yritysosto-option kuitenkin positiivisena ajurina yhtiön arvostukselle. Yhtiön vahva kassaposition (57 MEUR), hyvän kassavirran myötä jatkuvasti vahvistuva tase ja velkavipu mahdollistaa hyvin myös suuremmat yritysostot.

Yhteenveto arvostuksesta

Soveltamillamme arvostusmenetelmillä osakkeen arvostus on lähes kaikista näkökulmista katsottuna houkuttelevasti hinnoiteltu. Kassavirtalaskelmalla jopa hyvin houkuttelevasti hinnoiteltu ja toisaalta 20-säännöllä sekä EV/liikevaihto-kertoimella mitattuna hieman kireästi hinnoiteltu. Yhteenvetona näemme osakkeen käyvän arvon haarukaksi 20-26 euroa osakkeelta.

Osaketuoton ajurit 2025e-2028e



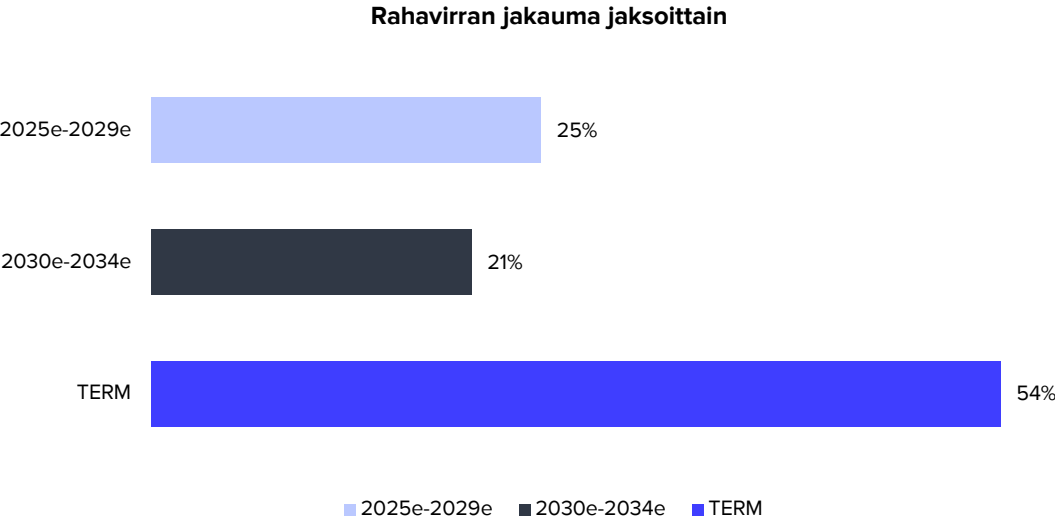
DCF-laskelma

DCF-laskelma	2024	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	2034e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	-1,6 %	-1,1 %	5,5 %	9,5 %	10,8 %	8,0 %	7,0 %	6,0 %	5,0 %	5,0 %	2,0 %	2,0 %
Liikevoitto-%	11,2 %	11,4 %	11,5 %	12,0 %	12,3 %	12,5 %	12,0 %	12,0 %	12,0 %	12,0 %	12,0 %	12,0 %
Liikevoitto	20,8	20,9	22,4	25,5	29,1	31,8	32,7	34,7	36,4	38,2	39,0	
+ Kokonaispoistot	7,7	7,6	7,9	7,9	7,6	6,9	6,4	4,8	4,6	4,7	4,8	
- Maksetut verot	-5,8	-5,0	-5,0	-5,4	-5,9	-6,5	-6,7	-7,1	-7,5	-7,9	-8,1	
- verot rahoituskuluista	0,1	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	
+ verot rahoitustuotoista	0,0	0,1	0,1	0,2	0,2	0,2	0,3	0,3	0,3	0,4	0,4	
- Käyttöpääoman muutos	10,0	-0,2	0,7	1,3	1,6	1,3	1,2	1,1	1,0	1,1	0,4	
Operatiivinen kassavirta	32,7	23,5	26,1	29,3	32,5	33,7	33,9	33,7	34,8	36,3	36,4	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	-0,8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	-4,8	-4,5	-4,5	-4,6	-4,7	-4,7	-4,8	-4,8	-4,9	-4,9	-5,1	
Vapaa operatiivinen kassavirta	27,2	19,0	21,6	24,7	27,8	29,0	29,1	28,8	29,9	31,4	31,3	
+/- 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	27,2	19,0	21,6	24,7	27,8	29,0	29,1	28,8	29,9	31,4	31,3	473
Diskontattu vapaa kassavirta		17,8	18,7	19,6	20,3	19,5	18,0	16,4	15,6	15,1	13,8	209
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		384	366	347	328	307	288	270	253	238	223	209
Velaton arvo DCF		384										
- Korolliset velat		-22,3										
+ Rahavarat		57,6										
-Vähemmistöosuus		-2,2										
-Osinko/pääomapalautus		0,0										
Oman pääoman arvo DCF		417										
Oman pääoman arvo DCF per osake		26,5										

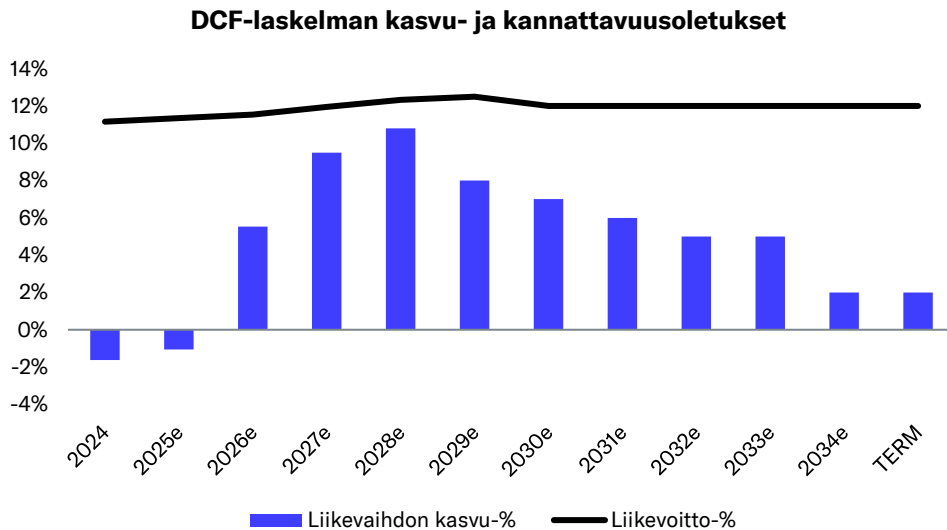
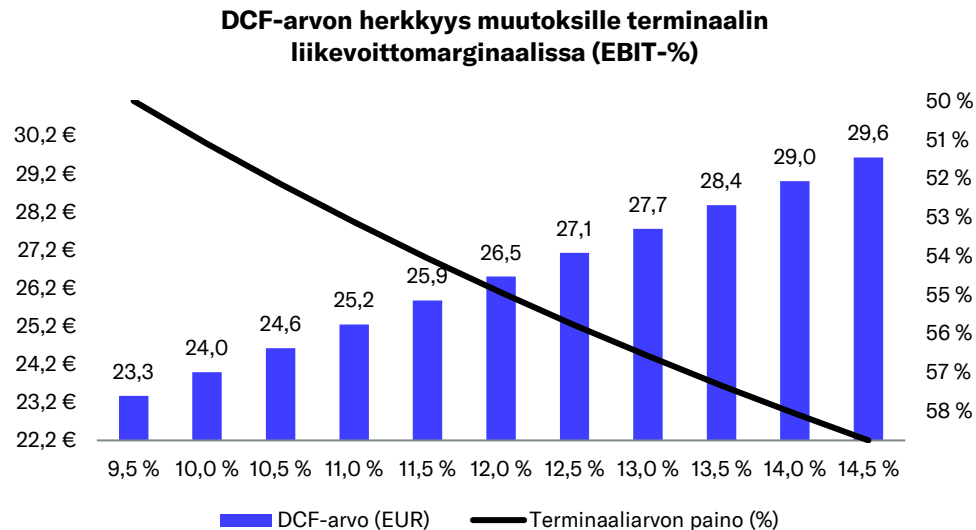
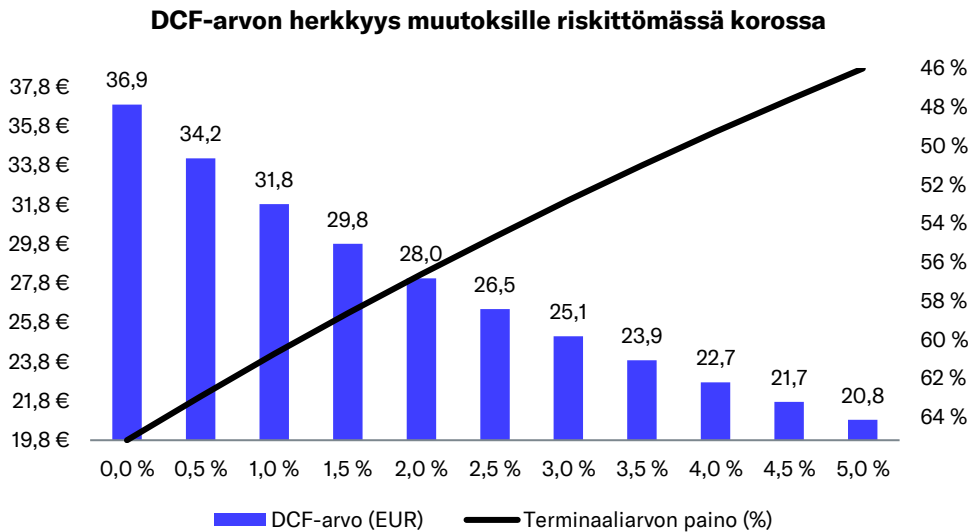
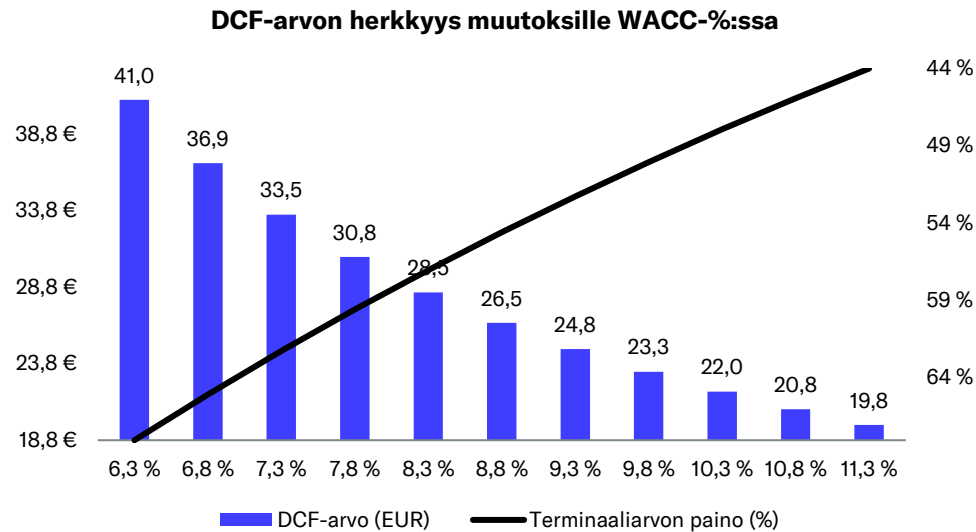
Pääoman kustannus (WACC)

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

Lähde: Inderes



DCF:n herkkyysslaskelmat ja avainoletukset graafeina



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

Vastaavaa	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Pysyvät vastaavat	87,1	85,0	81,9	78,6	75,2
Liikearvo	49,1	49,1	49,1	49,1	49,1
Aineettomat hyödykkeet	21,7	17,7	14,4	11,0	7,6
Käyttöomaisuus	15,5	16,1	16,3	16,3	16,4
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	0,7	1,2	1,2	1,2	1,2
Laskennalliset verosaamiset	0,2	1,0	1,0	1,0	1,0
Vaihtuvat vastaavat	79,9	86,7	89,1	104	123
Vaihto-omaisuus	0,5	0,6	0,0	0,0	0,0
Muut lyhytaikaiset varat	3,6	4,8	4,8	4,8	4,8
Myyntisaamiset	36,7	23,6	23,9	25,3	27,7
Likvidit varat	39,2	57,6	60,4	74,2	90,8
Taseen loppusumma	167	172	171	183	199

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2023	2024	2025e	2026e	2027e
Oma pääoma	93,5	106	115	125	137
Osakepääoma	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Kertyneet voittovarot	39,2	48,9	58,1	67,8	79,8
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muu oma pääoma	53,8	55,9	55,9	55,9	55,9
Vähemmistöosuus	0,5	0,8	0,8	0,8	0,8
Pitkäaikaiset velat	25,9	20,9	14,9	14,9	14,9
Laskennalliset verovelat	5,3	4,8	4,8	4,8	4,8
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Korolliset velat	19,8	16,0	10,0	10,0	10,0
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,9	0,1	0,1	0,1	0,1
Lyhytaikaiset velat	47,6	45,1	41,2	43,3	47,0
Korolliset velat	7,2	6,3	3,0	3,0	3,0
Lyhytaikaiset korottomat velat	40,5	37,4	36,8	38,9	42,6
Muut lyhytaikaiset velat	0,0	1,4	1,4	1,4	1,4
Taseen loppusumma	167	172	171	183	199

Yhteenveto

Tuloslaskelma	2022	2023	2024	2025e	2026e	Osakekohtaiset luvut	2022	2023	2024	2025e	2026e
Liikevaihto	149,9	189,2	186,2	184,2	194,4	EPS (raportoitu)	0,79	1,17	1,07	1,06	1,12
Käyttökate	22,7	30,4	28,5	28,5	30,3	EPS (oikaistu)	1,13	1,40	1,27	1,29	1,35
Liikevoitto	16,6	23,0	20,8	20,9	22,4	Operat. kassavirta / osake	1,81	0,93	2,09	1,49	1,66
Voitto ennen veroja	15,9	22,9	21,3	21,7	22,6	Vapaa kassavirta / osake	-0,47	-0,43	1,73	1,20	1,37
Nettovoitto	12,2	18,3	16,8	16,7	17,6	Omapääoma / osake	5,11	5,94	6,68	7,25	7,87
Kertaluontoiset erät	-5,4	-3,7	-3,1	-3,6	-3,7	Osinko / osake	0,34	0,47	0,48	0,50	0,53
Tase	2022	2023	2024	2025e	2026e	Kasvu ja kannattavuus	2022	2023	2024	2025e	2026e
Taseen loppusumma	148,4	167,1	171,7	171,1	182,8	Liikevaihdon kasvu-%	43 %	26 %	-2 %	-1 %	6 %
Oma pääoma	79,8	93,5	105,7	114,9	124,6	Käyttökatteen kasvu-%	33 %	34 %	-6 %	0 %	6 %
Liikearvo	47,7	49,1	49,1	49,1	49,1	Liikevoiton oik. kasvu-%	50 %	21 %	-10 %	2 %	7 %
Nettovelat	-23,6	-12,3	-35,4	-47,4	-61,2	EPS oik. kasvu-%	41 %	23 %	-9 %	2 %	5 %
Kassavirta	2022	2023	2024	2025e	2026e	Käyttökate-%	15,2 %	16,1 %	15,3 %	15,5 %	15,6 %
Käyttökate	22,7	30,4	28,5	28,5	30,3	Oik. Liikevoitto-%	14,7 %	14,1 %	12,8 %	13,3 %	13,4 %
Nettokäyttöpääoman muutos	6,1	-10,7	10,0	-0,2	0,7	Liikevoitto-%	11,1 %	12,2 %	11,2 %	11,4 %	11,5 %
Operatiivinen kassavirta	28,0	14,6	32,7	23,5	26,1	ROE-%	17,4 %	21,2 %	17,0 %	15,3 %	14,8 %
Investoinnit	-38,5	-19,0	-4,8	-4,5	-4,5	ROI-%	18,8 %	20,8 %	16,7 %	16,8 %	17,4 %
Vapaa kassavirta	-7,3	-6,7	27,2	19,0	21,6	Omavaraisuusaste	53,7 %	56,0 %	61,6 %	67,2 %	68,2 %
						Nettovelkaantumisaste	-29,5 %	-13,1 %	-33,4 %	-41,2 %	-49,1 %
Arvostuskertoimet	2022	2023	2024	2025e	2026e						
EV/Liikevaihto	2,2	1,8	1,7	1,5	1,3						
EV/EBITDA	14,3	11,2	11,1	9,5	8,4						
EV/EBIT (oik.)	14,8	12,7	13,2	11,0	9,8						
P/E (oik.)	19,7	16,0	17,5	15,5	14,8						
P/B	4,4	3,8	3,3	2,8	2,5						
Osinkotuotto-%	1,5 %	2,1 %	2,2 %	2,5 %	2,7 %						

Lähde: Inderes

Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

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

Tuotetut raportit on tarkoitettu informatiiviseen käyttöön, joten raportteja ei tule käsittää tarjoukseksi tai kehotukseksi ostaa, myydä tai merkitä sijoitustuotteita. Asiakkaan tulee myös ymmärtää, että historiallinen kehitys ei ole tae 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 sijoituspäätöstensä 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 suositus myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään 2-4 kertaa vuodessa yhtiöiden osavuosikatsausten yhteydessä, mutta suosituksia ja tavoitehintoja voidaan muuttaa myös muina aikoina markkinatilanteen mukaisesti. Annetut suositukset tai tavoitehinnat eivät takaa, että osakkeen kurssi kehittyisi tehdyn 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 latineilla analytikoilla 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 latineen analyttikon 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/>

Suositus historia (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
14.10.2019	Vähennä	7,80 €	7,72 €
20.2.2020	Lisää	8,50 €	7,66 €
14.4.2020	Lisää	8,00 €	7,04 €
8.6.2020	Lisää	9,00 €	8,36 €
17.8.2020	Osta	10,0 €	8,5 €
4.9.2020	Osta	11,0 €	9,1 €
14.10.2020	Lisää	13,5 €	12,4 €
23.11.2020	Lisää	14,5 €	13,8 €
23.11.2020	Vähennä	14,5 €	17,4 €
15.1.2021	Vähennä	15,5 €	19,1 €
4.3.2021	Lisää	19,0 €	17,7 €
8.3.2021	Lisää	20,0 €	18,6 €
20.4.2021	Vähennä	19,0 €	22,6 €
16.8.2021	Vähennä	18,0 €	20,6 €
15.10.2021	Vähennä	20,0 €	22,9 €
23.2.2022	Vähennä	21,0 €	22,6 €
1.3.2022	Vähennä	23,0 €	24,6 €
25.3.2022	Lisää	23,0 €	21,5 €
21.4.2022	Lisää	25,0 €	23,3 €
16.8.2022	Vähennä	25,5 €	25,0 €
19.10.2022	Lisää	25,0 €	22,0 €
9.11.10.2022	Lisää	26,0 €	21,9 €
20.2.2023	Lisää	30,0 €	26,6 €
26.4.2023	Lisää	31,0 €	26,2 €
11.5.2023	Osta	31,0 €	25,0 €
18.7.2023	Osta	29,0 €	22,4 €
12.9.2023	Osta	27,5 €	20,9 €
19.10.2023	Osta	26,5 €	21,4 €
15.12.2023	Lisää	26,0 €	22,0 €
21.2.2024	Lisää	26,0 €	23,2 €
22.4.2024	Lisää	26,0 €	22,5 €
12.6.2024	Vähennä	26,0 €	26,1 €
16.8.2024	Vähennä	24,0 €	22,5 €
11.9.2024	Vähennä	24,0 €	22,7 €
25.10.2024	Lisää	24,0 €	22,7 €
21.2.2025	Lisää	24,0 €	21,4 €
4.4.2025	Lisää	23,0 €	20,0 €



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.**