

# Loihde

## Laaja raportti

30.5.2023 19:50



**Antti Luiro**  
+358 50 571 4893  
antti.luiro@inderes.fi



**Frans-Mikael Rostedt**  
+358 44 327 0395  
frans-mikael.rostedt@inderes.fi

✓ Inderes Yhtiöasiakas

inde  
res.

# Piilevää potentiaalia työstetään pintaan

Loihde on kokonaisturvallisuuteen ja IT-palveluihin keskittyvä palveluyhtiö, joka on asemoitunut kokonaisuutena varsin uniikilla tarjonnalla kiinnostaville kasvumarkkinoille. Yhtiön kilpailukyky erityisesti Turvaliiketoiminnassa on mielestämme hyvä. Yhtiön kokonaisuutena alavireisen kustannustehokkuuden vahvistaminen ja suuren nettokassan allokointi tulevat nähdäksemme ohjaamaan lähivuosien sijoitustarinan kulkua. Yhtiön arvostus on lyhyellä tähtäimellä kireä, mutta kokonaisuutena neutraali huomioiden selkeästi potentiaalia matalampi kannattavuustaso ja sisällä piilevä potentiaali. Laskemme tavoitehintamme 14,8 euroon lisäosingon irrottua ja toistamme vähennä-suosituksemme.

## Kokonaisturvallisuuden ja digitaalisen kehittämisen yhdistelmä muodostaa mielenkiintoisen kokonaisuuden

Loihteen tarjoaman muodostavat fyysisen turvallisuuden ja kyberturvan ratkaisut (2/3 liikevaihdosta) — esimerkiksi kameravalvonta, tietoturvakonsultointi ja identiteetin hallinta — sekä digitaalisen liiketoiminnan asiantuntijapalvelut (1/3) kuten ohjelmistokehitys ja data-analytiikka. Kokonaisturvallisuudessa yhtiön tarjoama on liki ainutlaatuinen ja kilpailuasema laajan maantieteellisen peiton myötä Suomessa vahva. Turvan sisällä näemme lisäksi merkittävästi ulosmitattavaa synergia potentiaalia ristiinmyynnissä. Loihteen orgaaninen kasvu on ollut kohtuullista, mutta kannattavuus taas toistaiseksi alavireistä. Näemmekin kannattavuudessa selvää parannuspotentiaalia kokoluokan kasvun, organisaation tehostuksen ja laskutusasteiden nousun avulla. Keskeiset haasteet liittyvät mielestämme tulospotentiaalia rajoittavan hallintomallin skaalaamiseen sekä osaajakilpailussa pärjäämiseen.

## Yhteiskunnan digitalisoituminen tukee kaikkien liiketoimintojen kasvunäkymiä

Digitaalisen turvallisuuden ja digikehityksen markkinan kasvunäkymät ovat hyvät pitkällä aikavälillä, fyysisen turvan markkinan odotamme myötäilevän BKT:n kasvuvauhtia. Yhteiskunnan digitalisoituessa ohjelmistot ja data leviävät kaikkialle, mikä vaatii entistä enemmän huomion kiinnittämistä digitaaliseen turvallisuuteen. Tämä mahdollistaa myös fyysisen turvallisuuden järjestelmien tehokkaamman käytön esim. kameravalvonnan dataa hyödyntämällä. Loihteen kasvun keskeisin ajuri voidaan mielestämme tiivistää digitaaliseen transformaation etenemiseen. Yhtiön tavoitteina on yltää yritysostot huomioiden lähivuodet yli 10 % keskimääräiseen vuotuisen kasvuun ja vuonna 2024 yli 10 % käyttökatteeseen (IFRS). Mielestämme tavoitteet ovat isossa kuvassa realistisia. Ne vaativat onnistumisia rekrytoinnissa, liiketoimintojen synergia potentiaalien realisoinneissa sekä konsernin kulutehokkuuden nostamisessa. Vuotta 2023 leimannee vaikea markkinatilanne ja arvioimme kannattavuuspotentiaalain realisoituvan vahvemmin vuosina 2024-2026. Vuosina 2023-26 ennustamme yhtiön kasvavan orgaanisesti keskimäärin 5 % vuodessa ja EBITDAn vahvistuvan 10 %:iin (2024: 9 %), hieman yhtiön tavoitetta hitaammin ja konservatiivisemmin.

## Arvostus lyhyellä tähtäimellä kireä epävarmassa markkinatilanteessa, mutta painuu nopeasti maltilliseksi

Loihteen ennusteidemme mukaiset vuokrasopimusveloista oikaistut EV/EBIT-kertoimet ovat vuosille 2023 ja 2024 20x ja 7,9x. Ison nettokassan huomiotta jättävät P/E-luvut ovat 33x ja 15x. Pidämme arvostusta lyhyellä aikavälillä kireänä absoluuttisesti ja suhteellisesti verrokkeihin nähden, mutta arvostus painuu nopeasti maltilliseksi vahvan tuloskasvun tuella. Arvonmäärittämismenetelmämme keskiarvoksi tulee 14,8 €/osake. Kokonaisuutena näemme hinnoittelun olevan varsin käyvällä tasolla seuraavan 12kk aikajänteellä. Jäämmekin vielä odottamaan epävarmassa markkinatilanteessa merkkejä kasvun ja kannattavuusparannuksen etenemisestä, mitkä kääntäisivät osakkeen tuotto/riski-suhdetta houkuttelevampaan asentoon. Pidemmällä aikavälillä näemme Loihdeella edellytykset muovautua mielenkiintoiseksi sijoitustarinnaksi kannattavuusparannuksen edetessä, uniikin kokonaistarjoaman ja orgaanisen kasvun siivittämänä.

## Suositus

### Vähennä

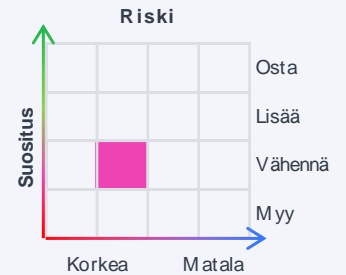
(aik. Vähennä)

**14,80 EUR**

(aik. 15,00 EUR)

### Osakekurssi:

13,95



## Avainluvut

|                         | 2022  | 2023e | 2024e | 2025e |
|-------------------------|-------|-------|-------|-------|
| <b>Liikevaihto</b>      | 123,0 | 139,0 | 149,5 | 156,4 |
| <b>kasvu-%</b>          | 18 %  | 13 %  | 8 %   | 5 %   |
| <b>EBIT oik.</b>        | 4,0   | 3,1   | 6,1   | 7,5   |
| <b>EBIT-% oik.</b>      | 3,2 % | 2,2 % | 4,1 % | 4,8 % |
| <b>Nettotulos</b>       | 3,1   | 1,5   | 4,6   | 5,7   |
| <b>EPS (oik.)</b>       | 0,18  | 0,43  | 0,91  | 1,10  |
| <b>P/E (oik.)</b>       | 73,9  | 32,6  | 15,4  | 12,7  |
| <b>P/B</b>              | 0,7   | 0,7   | 0,7   | 0,7   |
| <b>Osinkotuotto-%</b>   | 6,1 % | 2,2 % | 2,3 % | 2,4 % |
| <b>EV/EBIT (oik.)</b>   | 13,0  | 19,5  | 9,1   | 6,9   |
| <b>EV/EBITDA (oik.)</b> | 5,0   | 6,2   | 4,2   | 3,5   |
| <b>EV/Liikevaihto</b>   | 0,4   | 0,4   | 0,4   | 0,3   |

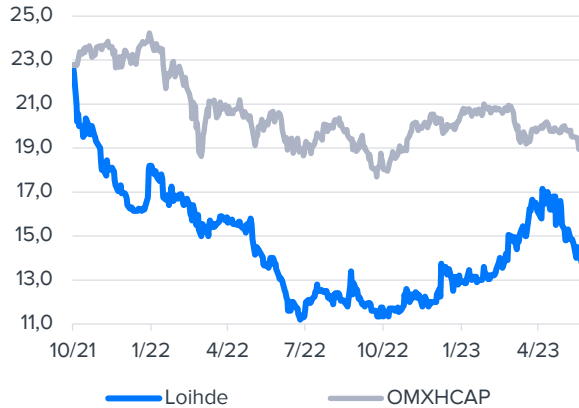
Lähde: Inderes

## Ohjeistus

(Ennallaan)

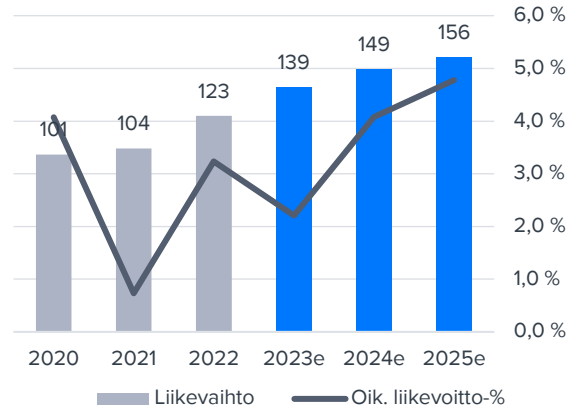
Vuonna 2023 Loihde odottaa liikevaihdon kasvavan turvaliiketoiminnassa yli 10 % ja digitaalisessa kehittämisessä yli 10 %. Konsernin oikaistun käyttökateen arvioidaan paranevan vuoden 2022 tasosta, joka oli 10,3 miljoonaa euroa.

## Osakekurssi



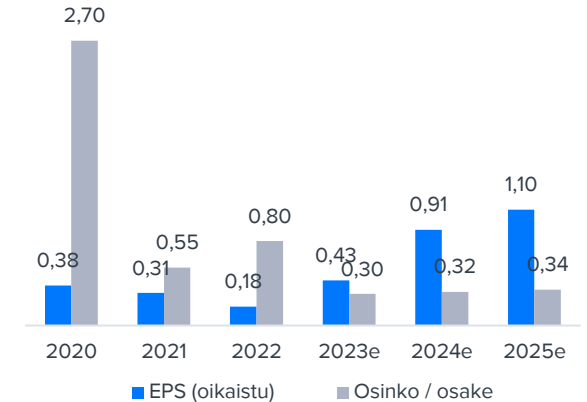
Lähde: Millstream Market Data AB

## Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

## Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes



## Arvoajurit

- Kohdemarkkinoiden kysyntäajurit ovat vahvoja ja pidemmän aikavälin kasvunäkymät hyviä
- Laaja kokonaistarjoama vahvistaa edellytyksiä strategisten kumppanuuksien solmimiselle
- Ristiinmyyntisynergioiden tunnistaminen ja tehokas realisoiminen
- Kannattavuustason nosto
- Yritysjärjestelyt



## Riskitekijät

- Talousympäristön heikentymisen negatiiviset vaikutukset kohdemarkkinoiden kasvuun
- Kasvun hallitseminen ja osajakilpailussa pärjääminen
- Liiketoimintojen jääminen itsenäisiksi tulosityksiköiksi ja synergiapotentiaalin ulosmittaamisen kariutuminen
- Kilpailukentän rakenteelliset muutokset
- Uudistumiskyvyn heikkeneminen
- Yritysjärjestelyjen epäonnistuminen

| Arvostustaso          | 2023e   | 2024e  | 2025e  |
|-----------------------|---------|--------|--------|
| Osakekurssi           | 14,0    | 14,0   | 14,0   |
| Osakemäärä, milj. kpl | 5,73    | 5,73   | 5,73   |
| Markkina-arvo         | 80      | 80     | 80     |
| Yritysarvo (EV)       | 60      | 56     | 51     |
| P/E (oik.)            | 32,6    | 15,4   | 12,7   |
| P/E                   | 52,5    | 17,4   | 14,1   |
| P/Kassavirta          | neg.    | 14,1   | 13,8   |
| P/B                   | 0,7     | 0,7    | 0,7    |
| P/S                   | 0,6     | 0,5    | 0,5    |
| EV/Liikevaihto        | 0,4     | 0,4    | 0,3    |
| EV/EBITDA (oik.)      | 6,2     | 4,2    | 3,5    |
| EV/EBIT (oik.)        | 19,5    | 9,1    | 6,9    |
| Osinko/tulos (%)      | 112,8 % | 40,0 % | 34,3 % |
| Osinkotuotto-%        | 2,2 %   | 2,3 %  | 2,4 %  |

Lähde: Inderes

# Sisällysluettelo

|   |              |
|---|--------------|
| Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli       | <b>5-15</b>  |
| Sijoitusprofiili                        | <b>16-18</b> |
| Toimiala ja kilpailu – Turva            | <b>19-26</b> |
| Toimiala – Digitaalinen kehittäminen    | <b>27-36</b> |
| Kilpailu – Digitaalinen kehittäminen    | <b>37-41</b> |
| Strategia                               | <b>42-44</b> |
| Taloudellinen tilanne                   | <b>45-47</b> |
| Ennusteet                               | <b>48-52</b> |
| Arvonmääritys                           | <b>53-57</b> |
| Taulukot                                | <b>58-60</b> |
| Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria | <b>61</b>    |

# Loihde lyhyesti

## Yhteenveto ja keskeiset luvut

Loihde on erilaisten digitaalisten palveluiden ja kokonaisvaltaisten turvallisuusratkaisuiden toimittamiseen erikoistunut palveluyhtiö.

### 2021

Tekninen First North -listautuminen

### 82,5 MEUR / 40,8 MEUR

Turva / Digitaalinen kehittäminen 2022

### 3,2 %

Oikaistu EBITA 2022

### 28 % / 72 %

Jatkuvien palveluiden / projektitoiminnan osuus liikevaihdosta, Q4'22 lopussa

### 32 MEUR

Nettokassa ilman vuokravastuita 2022 lopussa

### 885

Henkilöstö 2022 lopussa

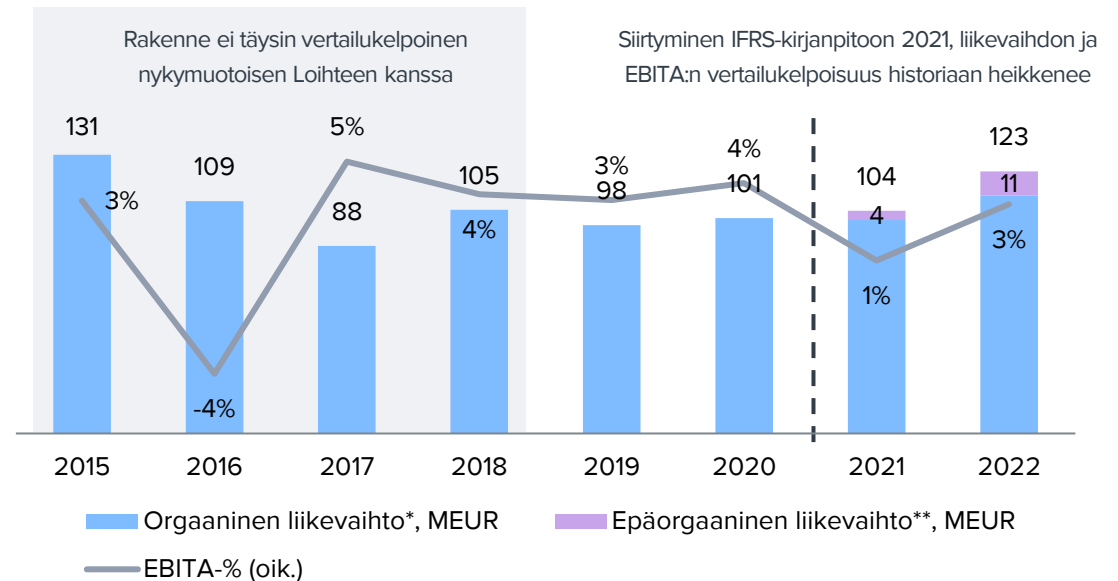
Lähde: Loihde, Inderes

## Loihde on siirtynyt Holding-rakenteesta rakennejärjestelyjen kautta operatiiviseksi ja kasvavaksi yhtiöksi

### Lähihistorian keskeiset tapahtumat

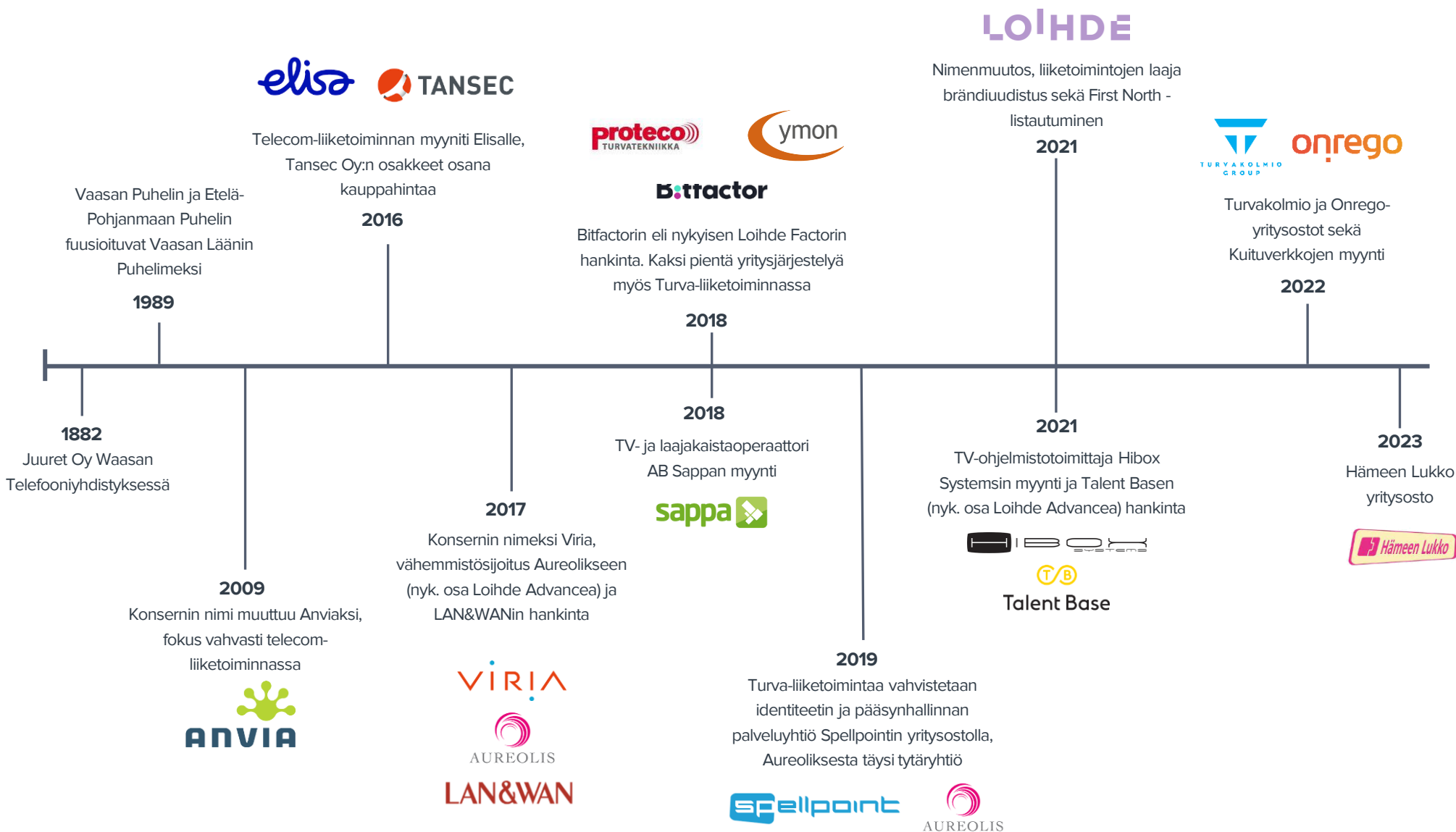
- | 2015-2017  | 2018-2021   | 2022-2023  |
|--|---|--|
| <ul style="list-style-type: none"><li>Rakennejärjestely vuonna 2016 ja luopuminen telecom-liiketoiminnasta: nykyisestä Turva-liiketoiminnasta muodostuu konsernin runko</li><li>Digitaalisen kehittämisen liiketoiminnalle luodaan perustaa vähemmistösjoiutuksella tuolloiseen Aureolikseen</li></ul> | <ul style="list-style-type: none"><li>Rakenteisiin kuulumattomista liiketoiminnoista luovutaan ja ydintä vahvistetaan sopivilla yritysostoilla</li><li>Vuonna 2021 toteutetaan laaja-alainen brändiuudistus</li><li>Fokus siirtyy itsenäisistä yhtiöistä konsernitason täyden potentiaalin ulosmittaamiseen</li><li>Listautuminen vuoden 2021 lopulla</li></ul> | <ul style="list-style-type: none"><li>Turvakolmio-, Onrego- ja Hämeen Lukko yritysostot turvaliiketoiminnan ja digitaalisen kehittämisen vahvistamiseksi</li><li>Siirtyminen IFRS-kirjanpitoon</li><li>Organisaation virtaviivaistaminen ja liiketoimintojen synergiapotentiaalin ulosmittaus jatkuu</li></ul> |

### Liikevaihdon ja kannattavuuden kehitys, MEUR ja % liikevaihdosta



\*Jatkuvat toiminnot 2019→. \*\*Huomioituna vain 2021 eteenpäin

# Loihteen muovautuminen



# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 1/8

## Puhelinyhtiöstä digitaalisen maailman palvelutaloksi

Loihteen juuret ovat vuodessa 1882 ja paikallisessa puhelinyhtiötoiminnassa. Erilaisten vaiheiden ja useiden rakenteellisten järjestelyjen jälkeen Loihteesta on muotoutunut sekä kokonaisturvallisuuden toimittamiseen että uusien digitaalisten ratkaisuiden kehittämiseen keskittynyt palveluyhtiö. Vuonna 2022 Loihde ylsi 123 MEUR:n liikevaihtoon ja 3,2 % oikaistuun liikevoitto-%:iin. Yhtiön muodonmuutos on jossain määrin edelleen käynnissä ja konsernin kannattavuus onkin mielestämme vielä alavireinen suhteessa liiketoimintojen kannattavuuspotentiaaleihin.

Loihde on muutaman viime vuoden aikana nykyisen johdon alaisuudessa käynyt läpi merkittävän muodonmuutoksen holding-yhtiöstä yhteen operatiiviseen kokonaisuuteen. Yhtiötä on rakennettu toteuttamalla kokonaisuuteen sopivia yritysostoja, sekä divestoinnilla ydinliiketoimintaan kuulumattomia palasia. Samaan aikaan konsernihallintoa on selkeästi tehostettu mm. keskittämällä tukitoimintoja ja yleisesti turhia hallinnollisia rakenteita purkamalla sekä suurasiakkaiden myyntimallia muuttamalla. Nämä toimet alkavat mielestämme nyt näkyä vahvistuvana kannattavuutena.

Loihteen pääkonttori sijaitsee Vaasassa. Suomessa konserni toimii yli 20 paikkakunnalla ja Ruotsissa vastaavasti kahdella. 2022 lopussa yhtiössä työskenteli 885 (FTE, kokopäiväisiksi muutettuna) henkilöä. Konsernin liikevaihdosta noin 99 % tulee Suomesta.

## Kokonaisturvallisuutta ja digitaalista kehittämistä

Loihteen tarjoaman kulmakiviä ovat fyysisen turvallisuuden ja kyberturvan ratkaisut — esimerkiksi kameravalvonta, tietoturvakonsultointi ja identiteetin hallinta — sekä digitaalisen liiketoiminnan asiantuntijapalvelut kuten räätälöity ohjelmistokehitys ja data-analytiikka. Konsernitasolla tarjoama on laaja ja samalla useisiin erilaisiin arvoketjuihin levittävä.

Asiakkaiden näkökulmasta Loihteen tarjoama voidaan tiivistää kolmeen ydinkysymykseen: 1) miten varmistaa liiketoimintojen kokonaisturvallisuus ja jatkuvuus, 2) miten ratkaista liiketoimintojen ongelmia dataa hyödyntävillä ja luonteeltaan ketterillä digitaalisilla ratkaisuilla sekä 3) miten vahvistaa omaa kilpailukykyä ja luoda vanhan ympärille kokonaan uutta liiketoimintaa.

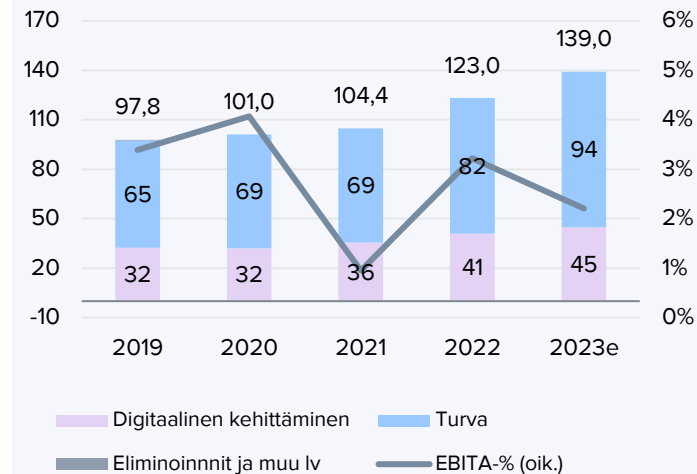
Käytännössä Loihteen asiantuntijat esimerkiksi rakentavat asiakkaille käyttäjälähtöisiä verkkopalveluita, jatkojalostavat niiden tuottamia datapisteitä analytiikalla sekä operoivat asiakkaiden liiketoimintakriittisiä jatkuvia palveluita esim. CSOC-palvelut / Cyber Security Operations Center tai pilviympäristön hallintapalvelut.

Loihteen tarjoaman monipuolisuus ja nykyisten liiketoimintojen välisten osaamisten hyödyntäminen (mm. Loihde Trustin ja Advancen rakentamat IoT-ratkaisut) luovat yhtiölle mielestämme terveet edellytykset aidosti strategisten yhteistyösuhteiden solmimisille. Mielestämme tässä on myös jossain määrin onnistuttu nykyisten liiketoimintojen pitkäaikaisia asiakkassuhteita ja tyydyttäväksi luokiteltavia orgaanisia kasvuhistorioita heijastellen.

## LOIHDE

- Ydinliiketoimintana erilaisten digitaalisten palveluiden ja kokonaisvaltaisten turvallisuusratkaisuiden toimittaminen
- Turvallisuusratkaisuiden kirjo on laaja ja se kattaa ison osan sekä digitaalisen että fyysisen turvan arvoketjusta
- Digitaalisessa kehittämisessä asemoiduttu nopeasti kasvaviin uusiin digitaalisiin palveluihin (ml. data- ja analytiikka, pilviteknologiat)
- Liiketoimintojen välisten osaamisten hyödyntäminen vahvistaa kokonaiskilpailukykyä

Liikevaihto segmenteittäin, jatkuvat toiminnot, MEUR



Lähde: Loihde, Inderes

# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 2/8

## Turvaliiketoiminta muodostaa konsernin tulovirroista enemmistön

Turva-liiketoiminta ylsi vuonna 2022 noin 82 MEUR:n liikevaihtoon (67 % Lohde Pro forma -liikevaihdosta) ja työllistää noin 475 työntekijää. Turva-liiketoiminta rakentuu fyysisen ja digitaalisen kokonaisuuksista yhtenäisen Lohde Trust -brändin alle. Lohde yhdisti vuoden 2022 lopussa sen aikaisemmin erillisinä toimineet tytäryhtiöt. Fyysiseen turvaan keskittyvä Turvakolmio, identiteetin ja pääsynhallinnan (IAM) palveluihin keskittyvä Spellpoint ja muun muassa ilmoituksensiirrossa ja etähallinnassa vaikuttava Tansec yhdistyivät Lohde Trustin alle. Järjestellyllä turvaliiketoiminnan hallinnollinen rakenne keveni.

Turva-liiketoiminnan kantava ajatus tiivistyy yhteen turvallisuuteen, sillä Lohdeella on kyvykkyyttä tarjota asiakkailleen kokonaisvaltaista fyysisen ja kyberturvallisuuden yhdistävää palvelua. Turvan liiketoiminnot voidaan jakaa neljään kokonaisuuteen: kyberturvaan, IT-infraan, turvateknologiaan ja rakenteelliseen turvaan.

## Digitaalinen turvallisuus

Kyberturva ja IT-infra –kokonaisuudet voidaan luokitella digitaalisen turvallisuuden alle. Arviomme mukaan digitaalisen turvallisuuden palvelut muodostavat noin ~26-29 MEUR:n kokonaisuuden vastaten noin 20 % konsernin Pro forma -liikevaihdosta. Merkittävä osa tästä liikevaihdosta on jatkuvaa, jonka osuutta konsernin liikevaihdosta Lohde pyrkii kasvattamaan. Korkeamman kannattavuuspotentiaalinen, vahvasti kasvavan markkinan ja jatkuvan liikevaihdon merkittävän osuuden vuoksi digitaalisen turvallisuuden liiketoiminta on mielestämme kokoaan

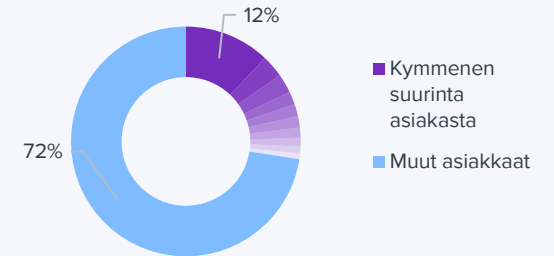
merkittävämpi palanen konsernissa. Lisäksi kyberturvapalveluilla on mielestämme selkeitä synergioita sekä fyysisen turvallisuuden että digitaalisen kehittämisen kanssa.

Kyberturva kattaa palvelut, joilla Lohde pyrkii tekemään asiakkaiden sähköisistä ja liiketoiminnoille tärkeitä järjestelmistä turvallisia. Konkreettisia esimerkkejä palveluista ovat päätelaitesuojaus, offensiivinen tietoturva, identiteetin hallinta sekä CSOC-kyberturvakeskus. Palvelukokonaisuuksista merkittävimmät ovat arviomme mukaan CSOC- ja IAM-palvelut, jotka ovat olleet myös kasvun ajureita viime vuosina.

Arviomme mukaan kyberturvaan panostaminen on yksi Turva-liiketoiminnan strategisista painopistealueista. Mielestämme tämä on viisasta, kun huomioidaan jatkuvasti kasvava digitalisaatioaste, nousevat kyberturvallisuuden uhkakuvat ja näistä tekijöistä muodostuva hyvä pidemmän aikavälin kasvupotentiaali. Kyberturvassa oman kilpailukyyn kannalta keskeiset tekijät liittyvät arviomme mukaan vahvan teknologisen osaamisen sekä ketterän toimituskyyn duon. Lohdeen kilpailukykyä kyberturvassa tukee nähdäksemme sen laaja tarjonta ja yritysverkkokyvykkyydet. Puhtaat kyberturvatoimittajat eivät yleensä toimi yritysverkoissa. Usein kun kyberturvaongelmia hoidetaan, vaatii se yhteistyötä sekä ohjelmistoa että yritysverkkorajapinnoissa.

Kyberturvamarkkina on vielä kehitysvaiheeltaan melko nuori, eikä asiakkailta ole välttämättä optimaalista ymmärrystä siitä, mitä ratkaisuja ja keneltä toimittajalta ne tulisi hankkia. Oma myyntiosaaminen ja maine ovat myös tärkeitä

## Konsernin liikevaihdon jakauma asiakkaittain



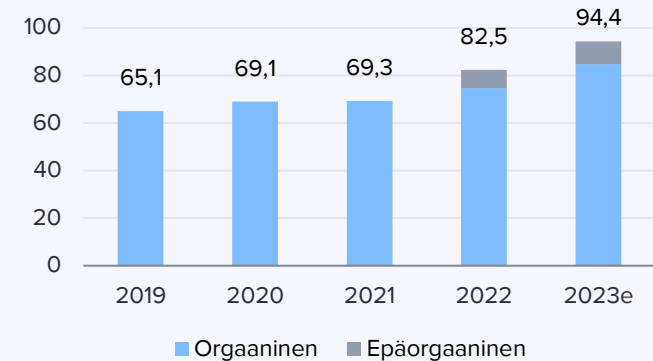
Lähde: Lohde



Turva

LOHDE  
TRUST

## Turva liikevaihto, jatkuvat toiminnot, MEUR



Lähde: Inderes



# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 3/8

tekijöitä kyberturvan puolella pärjäämisessä. Arviomme mukaan kyberturvassa brändin tuoma hinnoitteluvoima onkin perinteistä IT-konsultointia parempi. Kyberturvapalveluiden liiketoimintakriittiset ja vankat luottamussiteet vaativat luonteet tekevät puolestaan asiakassuhteista pitkäkestoisia. Käsitksemme mukaan Loihteen kyberturvan bränditunnettuus on tällä hetkellä kohtuullinen.

IT-infran palvelukokonaisuus taas kattaa erilaisia tietoverkkojen suojaamiseen ja rakentamiseen liittyviä ratkaisuita kuten verkkoinfrastruktuurin arkkitehtuurisuunnittelua, rakentamista ja valvontaa sekä palomuuripalveluja. Asiakkaan näkökulmasta IT-infra itsessään luo usein perustan koko organisaation toiminnalle. Varsinaisten tietoliikenneyhteyksien tasolla erottautuminen on arviomme mukaan kuitenkin vaikeaa. Tämän vuoksi operaattori riippumattomuus, asiantuntijoiden korkea tekninen osaamistaso sekä kokonaistarjoaman laajuus korostuvat keskeisinä kilpailukyvyyn ajureina. Näkemyksemme mukaan Lohde ei näiden elementtien osalta ole ainakaan suhteellisella takamatkalla.

Digitaalisen turvallisuuden kannattavuuspotentiaali liikkuu nähdäksemme noin 8-10 %:n EBIT-tasoilla nykyisellä liikevaihtorakenteella (ilman konsernikuluallokaatiota). Se sisältää korkeammankin kannattavuuspotentiaalain palveluita (esim. CSOC- ja IAM-palvelut), mutta suhteellisen merkittävä osuus liikevaihdosta tulee arviomme mukaan matalakatteisesta laitteiden jälleenmyynnistä, mikä painaa kannattavuuspotentiaalia alaspäin. Loihteen liiketoiminnoista digitaalisessa turvallisuudessa on

ymmärtääksemme eniten nousuvaraa suhteessa nykyiseen kannattavuustasoon. Osaltaan tätä painaa vielä suhteellisen pieni kokoluokka osassa palveluita (esim. CSOC), joissa kasvun tulisi näkyä skaalautuvana kannattavuutena. Arviomme mukaan myös kireä kyberturva-asiantuntijoiden markkina on hidastanut kannattavuuden skaalautumista. Henkilöstön tyytyväisyys ja työnantajabrändi ovatkin mielestämme kriittisiä kilpailukyvyyn tekijöitä kyberturvassa.

## Fyysinen turvallisuus

Fyysinen turva (turvateknologia ja rakenteellinen turva) koostuvat niin omaisuuden kuin henkilöiden turvaamiseenkin tähtäävistä palveluista. Esimerkkejä tästä ovat lukitusjärjestelmät, kameravalvonta, paloturvallisuusjärjestelmät, etä- ja kulunvalvonnat sekä oviautomaatiikat. Arviomme mukaan fyysinen turvallisuus muodostaa noin 60-65 MEUR kokonaisuuden, vastaten noin 46 % konsernin Pro forma -liikevaihdosta.

Rakenteellinen turva sisältää lukituksen, avainhallinnan ja oviautomaatiikan palveluita. Turvateknologia taas kamera- ja kulunvalvonta, rikos- ja paloilmoitin-järjestelmät, ilmoituksensiirto sekä henkilöturva ja hoitajakutsujärjestelmät. Turvateknologiassa yhtiö panostaa erityisesti jatkuviin palveluihin. Lohde suunnittelee, toimittaa, ylläpitää ja huoltaa eri teknologiatoimittajien tuotteita sekä integroi niitä muihin teknologioihin ja palveluihin. Oma teknologiaa yhtiö on kehittänyt tuottamaansa ilmoituksensiirtojärjestelmään.

Palveluiden jakelupainotteisempia luonteita (ts. toimitetaan päämiehen omistamaa teknologiaa) mukailten näiden katepotentiaali on arviomme



Lähde: Inderes, Lohde

## Valikoituja Turva-liiketoiminnan asiakasreferenssejä



stadium®

TOKMANNI



HalpaHalli

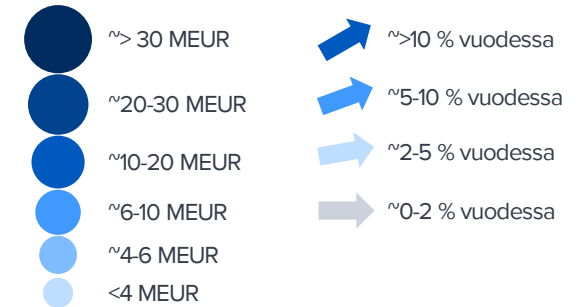


VINCIT

Lähde: Lohde, yhtiöt, Inderes

# Turva-liiketoiminta tiivistettynä

Arvio palvelu-alueiden suuntaa antavista liikevaihdoista ja lähivuosien kasvunäkymistä\*\*\*



**Turva**  
Liikevaihto 88 MEUR\*

Suurin osa palvelualueista sisältää palvelujen lisäksi laitteiden jälleenmyyntiä

**Fyysinen turva**  
~67-72 % liikevaihdosta

Arvio kestävästä EBIT-potentiaalista  
4-5 %

## Yksi turvallisuus

Suomen mittakaavassa uniikki kokonaistarjonta

Merkittävä ristiinmyyntipotentiaali nykyisessä asiakaskunnassa

**Digitaalinen turva**  
~28-33 % liikevaihdosta

Arvio kestävästä EBIT-potentiaalista  
8-10 %

| Tärkeimmät palvelualueet      | Arvio kokoluokasta** | Kasvunäkymä |
|-------------------------------|----------------------|-------------|
| <i>Rakenteellinen turva</i>   |                      |             |
| • Lukitus                     | ●                    | ➔           |
| • Oviautomaatiikka            |                      |             |
| • Avainhallinta               |                      |             |
| <i>Turvateknologia</i>        |                      |             |
| • Kameravalvonta              |                      |             |
| • Kulunvalvonta               |                      |             |
| • Paloturvallisuus            | ●                    | ➔           |
| • Henkilöturva                |                      |             |
| • Rikosilmoitinjärjestelmät   |                      |             |
| • Telcont-kiinteistönhallinta |                      |             |
| • Työajanseuranta             |                      |             |
| • Äänievakuointi              |                      |             |

| Tärkeimmät palvelualueet                   | Arvio kokoluokasta** | Kasvunäkymä*** |
|--|----------------------|----------------|
| IT-infra (sis. palomuurit)                 | ●                    | ➔              |
| Identiteetin ja pääsynhallinnan palvelut   | ●                    | ➔              |
| Cyber Security Operations Center -palvelut | ●                    | ➔              |
| Muut digitaalisen ja kyberturvan palvelut  | ●                    | ➔              |

\*Inderes arvio 2022 Pro Forma liikevaihdosta. \*\*Turvaliiketoiminnan kokonaisuudesta. \*\*\*Inderes arvioita, yhtiö ei ole avannut tarkempia näkymiä tai kannattavuuksia. Esimerkiksi Efecten siteeraamat markkina-analytiikat ovat arvioineet Identiteetin hallinnan markkinan kasvavan Euroopassa >15 % vuodessa ja Polaris Market Research on arvioinut (C)SOC markkinan kasvavan globaalisti >10 % vuodessa.

# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 4/8

mukaan melko selkeästi muita palvelualueita matalampi, erityisesti rakenteellisessa turvallisuudessa. Toisaalta esimerkiksi kameravalvonnassa sekä vaativimmissa turvateknologian toimituksissa kannattavuuspotentiaali on selkeästi esim. lukitusta korkeampi. Keskeisessä roolissa kannattavuuden osalta on projektinhallinta. Fyysisen turvan kannattavuus on yhtiön kommenttien perusteella toimialan kärkiluokkaa, minkä taustalla on nähdäksemme keskittyminen segmentin parempikatteisiin palveluihin.

Fyysisen turvan toiminta on luonteeltaan alueellista. Korkeisiin volyymeihin yltäminen vaatiikin nähdäksemme käytännössä valtakunnallisen toimipisteverkon tai erittäin vahvan paikallisen markkina-aseman. Loihde kattaa lähes koko Suomen yli 20 toimipisteellään, minkä perusteella arvioimme fyysisen turvan toimintojen kilpailukykyjen olevan hyvillä tasoilla. Loihteen kilpailukyky on arvioimme mukaan fyysisessä turvallisuudessa parhaimmillaan vaativissa ja suuremmissa hankkeissa, kuten esimerkiksi energiayhtiöiden turvallisuuden järjestämisessä useissa sijainneissa yhtäaikaisesti.

## Yksi turvallisuus luo kasvumahdollisuuksia

Pidempää aikaväliä ajatellen pidämme Turva-liiketoiminnan muodostamaa kokonaisuutta mielenkiintoisena, sillä käsityksemme mukaan tarjoaman syvyys on Suomen mittakaavassa lähellä ainutlaatuista. Tämän ja erilaisten ratkaisukärkien tulisikin edesauttaa Loihdetta uusien asiakkaiden hankkimisessa. Asiakkaaseen voidaan mennä sisään useilla eri kulmilla ja toisaalta asiakkaiden sisällä tapahtuville

ristiinmyynnille on paljon mahdollisuuksia. Odotammekin nykyisten asiakkaiden palvelulaajennuksien olevan liiketoiminta-alueen merkittävä kasvun ajuri.

Ristiinmyynnistä ja kokonaisvaltaisena palvelutalona toimimisesta tulevia mahdollisuuksia korostaa mielestämme Loihteen asiakasportfolio, joka käsityksemme mukaan painottuu keskisuuriin ja suuriin toimijoihin. Se koostuu arviomme mukaan monipuolisten ja teknologisesti vaativampien ratkaisutarpeiden yhtiöistä. Rakenteeltaan liiketoiminta-alueen asiakasportfolio on puolestaan laaja ja keskeisimmät asiakassuhteet monivuotisia.

Julkisen sektorin osuus Loihteen asiakasportfoliossa on merkittävä (arvio: kymmeniä prosentteja) ja Loihde on esimerkiksi Puolustusvoimien pitkäaikainen strateginen kumppani. Julkisella sektorilla kilpailu on yleensä hyvin hintavetoista, mutta sopimukset toisaalta pitkiä ja ennustettavia.

## Digitaalisen kehittämisen palvelut asemoituu kasvualueille

Digitaalinen kehittäminen on toinen Loihteen ylätasen liiketoiminta-alueista. Vuonna 2022 sen liikevaihto oli noin 41 MEUR, vastaten noin kolmannesta konsernin Pro forma -liikevaihdosta. Liiketoiminnassa työskenteli vuoden lopussa noin 363 henkilöä. Liiketoiminta-alue rakentuu kolmesta toimittajabrändistä, jotka ovat: 1) räätälöityä ohjelmistokehitystä ja palvelumuotoilua tarjoava Loihde Factor 2) datan ja analytiikan sekä tiedolla johtamisen palvelualueille asemoitunut Loihde Advance sekä 3) pilviympäristön palveluihin keskittyvä Loihde Cloudon (Onrego).

## Yksi turvallisuus –palvelun kulmakivet

- Jatkuva arviointi
- Estävät kontrollit
- Havainnoivat ja ennakoivat toimet
- Vastatoimet ja korjaavat toimenpiteet
- Liiketoiminnan jatkuvuuden varmistaminen

## Yksi turvallisuus -asiakasesimerkki



**Asiakastarve ja Loihteen vahvuudet:** Toimintavarmuus, kyky kehittyä ja muuntautua asiakkaan tarpeisiin, sujuvuus ja asiantuntemus sekä nopea reagointi

## Loihteen tuottamat palvelut ajan kuluessa

- 2000-luvun alku: Asiakkuuden alku palomuurin ylläpidossa
- WLAN-verkkojen ylläpito
- Toimistoverkkojen ylläpito
- Sähköverkon, kaukolämmön ja energiantuotannon tietoliikenneverkon runkoverkon ylläpito
- Internetliikenne, kahdennettu internet-reititys ja pilvipalvelujen kahdentaminen
- Kameravalvonnan toteutus
- Ajoraporttien ylläpito ja rekisterikilpien tunnistus
- Digitaalisen turvallisuuden palvelut
- CSOC vuodesta 2015 ja useita muita Loihteen tarjoamia kyberturvapalveluita

Lähde: Loihde, Inderes

# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 5/8

Loihde Factor on ollut yksi edelläkävijöistä provisiopohjaisen palkkamallin käytössä Suomessa. Mallissa työntekijän palkka riippuu hyvin pitkälti hänen laskuttamistaan tunteista. Työntekijäviihtyvyyden kannalta erityisen tärkeää on saatavilla olevien projektien kirjo. Yhtiön säilyttäminen itsenäisenä on mielestämme järkevää tästäkin näkökulmasta, jotta Loihde pystyy tarjoamaan monipuolisesti erilaisia palkkamalleja osaajilleen. Pilviympäristöihin keskittyvällä Loihde Cloudonilla on selkeät synergiat myös turvaliiketoiminnan kanssa, datan siirtyessä entistä vahvemmin pilveen yhteiskunnan kaikilla osa-alueilla.

Loihde tarjoaa kaikissa digitaalisen kehittämisen palveluissaan asiantuntijapalveluita kokonaisvaltaisina projekteina, osaprojekteina sekä asiantuntijaresursseja yksittäisinä osaajina ja tiimeinä asiakkaidensa käyttöön.

Keskeiseen rooliin on myös sektorin muiden firmojen tapaisesti noussut yhtiön alihankintaverkosto Loihde Family. Yhtiö hyödyntää alihankintaverkostoaan erityisesti harvinaisemman erikoisosaamisen tarpeissaan. Alihankintaverkoston avulla yhtiö voi myös tasapainottaa kysynnän vaihteluita, sekä laskea siihen liittyviä riskejä.

Toimittajabrändit tekevät tiivistä yhteistyötä myynnissä ja esimerkiksi suurasiaikkaiden myynti on keskitetty konsernitasolla. Digitaalisen kehittämisen alla on luonteeltaan erilaisia liiketoimintoja, kuten esimerkiksi elinkaarien alkupäihin osuvia digitaalisten ratkaisutarpeiden esiselvityksiä sekä laaja-alaisempia ja useampia osaamisalueita yhdistäviä kokonaistoimituksia. Käytännössä Digitaalisen kehittämisen operaatiot

ovat aina asiakaskohtaisesti räätälöityjen palveluiden toimittamista. Kilpailukyvyyn kannalta keskeisessä asemassa olevia tekijöitä ovatkin mielestämme sekä erilaisten teknologioiden ja osa-alueiden hallitseminen että asiakkaiden liiketoimintatarpeiden syvä ymmärtäminen. Erityisesti jälkimmäistä elementtiä pidämme aidosti strategisten yhteistöiden ja sitä kautta pitkäkestoisten asiakassuhteiden luomisen kannalta kriittisenä. Tämän osaamisen hallitsemista korostaa entisestään se, että pidämme pelkällä teknisellä taituruudella erottautumista ja kestävän asiakasarvon luomista vaikeana harjoituksena.

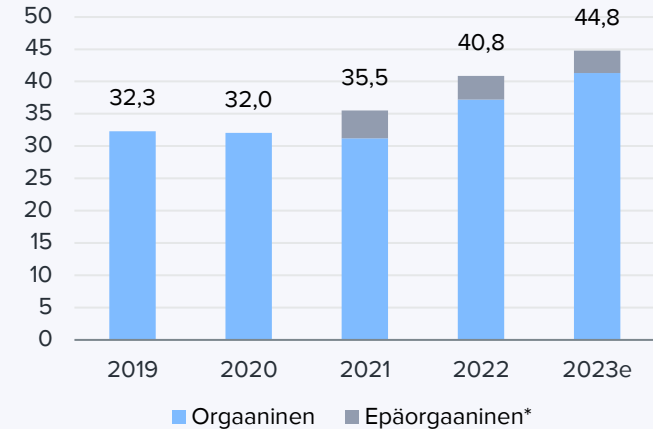
Digitaalisen kehittämisen tulovirrat ovat projektinomaisia ja asiakkaiden digitaalisten investointiaktiiviteettien ohjaamia. Niiden perusluonteissa on automaattisesti tiettyä syklistyyttä, joskin asiakassuhteet ovat yleensä pitkäkestoisia. Loihteen toimittamien yksittäisten sovellusten ansaintoihin pientä luontaista jatkuvuutta tulee myös tarjoaman sisältämistä ylläpitopalveluista. Lisäksi Onrego-yritysoston kautta tullut pilviympäristön hallintapalvelu on jatkuvaa liikevaihtoa. Pidemmällä aikavälillä Loihteen on arviomme mukaan mahdollista ja myös perusteltua hyödyntää koko liiketoiminta-alueen osaamisrepertuaaria entistä enemmän ja toimittaa asiakkailleen enemmän laajempia kokonaisratkaisuja, mikä taas tekee asiakassuhteista syvempiä ja pidempiä.

Käsityksemme mukaan Digitaalisen kehittämisen asiakasportfolio on asiakkaiden lukumäärällä katsottuna rikas. Myös alla olevien teollisuudenalojen kirjo on runsas, sillä liiketoiminnat operoivat muun muassa finanssialan, terveydenhuollon, energiasektorin sekä



## Digitaalinen kehittäminen

Digitaalisen kehittämisen liikevaihto, jatkuvat toiminnot, MEUR



Lähde: Inderes (\*arvio)

## Toimittajabrändit

**LOIHDE**  
ADVANCE

~200 työntekijää:

Data ja analytiikka, tiedolla johtaminen, digistrategiat, tekoäly, arkkitehtuuri-suunnittelu

**LOIHDE**  
FACTOR

~160 työntekijää:

Räätälöity ohjelmistokehitys ja palvelumuotoilu, kokoneempien osaajien työpaikka proviisio-palkkauksella

**Loihde Cloudon/**  
**onrego**

~30 työntekijää:

Pilviympäristöjen hallintapalvelut, synergiat koko Loihde-konsernin palvelutarjonnan kanssa

Lähde: Loihde, Inderes

# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 6/8

prosessiteollisuuden asiakkaiden kanssa. Näin ollen liiketoiminta-alue ei kannata oleellisia asiakastai toimialatason riskikeskittymiä. Kokoluokaltaan asiakkaat ovat pääosin keskiuuria ja suuria yrityksiä. Julkisen sektorin osuus liiketoimintojen tulovirroista on käsityksemme mukaan vielä melko pieni. Tämä on jokseenkin loogista huomioiden julkisen sektorin hankintaprosessien erilaiset luonteet ja nykyisten liiketoimintojen yksityiseen sektoriin linkittyvät toimintahistoriat.

## Konsernisyngiat yli liiketoimintojen

Loihde toimii verkostomallilla, jossa sen liiketoiminnat keskittävät niitä tukevia hallinnollisia palveluja konsernille, mutta säilyttävät muuten operatiivisen autonomiansa. Tämän avulla yhtiö pystyy mielestämme lähtökohtaisesti ylläpitämään asiantuntijoita houkuttelevat ja monipuoliset työympäristöt, mutta samalla ottamaan tiettyjä mittakaavaetuja konsernin kasvaessa.

Toimialan kasvualueisiin suhteutettuna molempien liiketoimintojen asemoitumiset ovat mielestämme erittäin järkeviä etenkin, kun niitä tarkastellaan koko konsernitason tarjoaman kautta. Yhteiskunnan digitalisoituessa ja yleisen digitalisaatioasteen kasvaessa myös asiakkaiden prosessien tuottamat datamäärät kasvavat. Tämän tulisi arviomme mukaan painottaa juuri datan hallintaan ja tiedolla johtamiseen liittyvien kyvykkyyksien merkitystä. Näiden tekijöiden pitäisi puolestaan heijastua kasvaneiden turvallisuuskien (ml. fyysinen turva) perässä myös Turva-liiketoiminnan ratkaisuiden puolelle.

Yhteistarjoaman hyödyntämisestä hyvä esimerkki on Loihden Tullilta voittama 2,9 MEUR:n

kilpailutus, jossa se toimittaa ajoneuvojen rekisterikilpien ja konttien automaattisen kuvaus- ja tunnistusjärjestelmän ja videoanalytiikkaratkaisun sekä näihin liittyvät kehitys-, ylläpito- ja asiantuntijapalvelut. Toinen esimerkki on kaupassa valvontaa varten asennetun kameran tuottaman datan hyödyntäminen myös markkinointikampanjoiden arviointiin, esimerkiksi siihen millaista liikettä tietyissä hyllyväleissä kulloinkin on.

## Investointi- ja asiantuntijamyyntiä

Loihdeella ei ole omaa tuoteliiketoimintaa, pois lukien ilmoituksensiirtojärjestelmä. Yhtiö on käytännössä puhdas korkean tason ja erilaisilla toimitusmalleilla operoiva asiantuntijatalo. Suurin osa liiketoiminnasta on laitteiden / investointien kertatoimittamista sekä tuntipohjaiseen laskutukseen perustuvaa osaajaresurssien myyntiä. Tuntilaskutteiseen malliin keskittyminen on mielestämme järkevä valinta, sillä tällöin kiinteähintaisiin projekteihin liittyvät riskit jäävät käytännössä kokonaan pois.

Loihden liikevaihtovirrat pohjautuvat tyypillisesti asiakkaiden kanssa solmittuihin puitesopimuksiin. Yhtiön yksityiselle sektorilla vahvasti painottuvaa asiakasportfoliota mukaillen näiden sopimusten rakenteet ovat pääasiallisesti lyhyitä, mutta sisällöltään joustavia. Julkisen puolen asiakkuuksissa tilanne taas on päinvastainen, sillä sopimukset ovat pitkiä ja hankintalain asettamista raameista johtuen sisällöltään tarkoin määriteltyjä. Täten luonteeltaan dynaamisemmat yksityisen sektorin asiakkaat voivat tuoda nopeammin realisoitavissa olevia kasvumahdollisuuksia, kun



Lähde: Inderes, Loihde

## Valittuja Digitaalisen kehittämisen asiakasreferenssejä



Lähde: Loihde, Inderes

# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 7/8

taas julkinen sektori tuo liiketoimintaan lähtökohtaisesti pidempää ja parempaa asiakastason näkyvyyttä.

Loihteen tulovirroista noin 28 % on luonteeltaan jatkuvia palveluita. Suurin osa jatkuvista tulovirroista tulee Turva-liiketoiminnan alta, joskin myös Digitaalisesta kehittämisestä löytyy pieniä jatkuvia palasia, joista merkittävin on pilviympäristön hallintapalvelu. Jatkuvien palveluiden osuuden kasvattaminen on Loihteelle prioriteetti, mikä on perusteltua niiden tuoma vakaus ja ennustettavuus huomioiden. Myös asiakaspidon näkökulmasta jatkuviin palveluihin panostaminen on loogista, sillä käsityksemme mukaan nämä ratkaisut kohdistuvat yleensä asiakkaiden liiketoimintojen kannalta kriittisille ja siten korkeampia vaihdon kustannuksia kohtaaville alueille.

## Henkilöstö avainasemassa

Loihteen liiketoimintojen ansaintamallit ovat toimialojen konteksteissa perinteisiä. Ansaintamallin toimivuutta määrittääkin pitkälti omiin käsipareihin liittyvät tekijät kuten erilaisten osaajaprofiilien löytäminen ja motivoiminen sekä uusien sisäisten kyvykkyysien rakentaminen.

Arviomme mukaan asiantuntijataloissa pelkällä palkalla motivoiminen on tietyn kynnyksen jälkeen vaikeaa. Täten pidämme muun muassa toimintakulttuuria ja mielekkäitä asiakasprojekteja henkilöstön sitoutumiseen olennaisimmin vaikuttavina tekijöinä. Loihteen raportoiman eNPS-mittauksen mukaan henkilöstötyytyväisyys on viime vuosina ollut konsernissa hyvällä tasolla. Käsitteäksemme osaajien vaihtuvuus on myös ollut

suurin piirtein toimialojen keskimääräisillä tasoilla. Tämä antaa tiettyä osviittaa siitä, että yhtiö on historiallisesti kyennyt olemaan houkutteleva koti erilaisille osaajaprofiileille. Arviomme mukaan Loihde voi haastavassa osaajamarkkinassa löytää tiettyä erottautuvuutta, erityisesti pienempiin toimijoihin nähden, myös konsernitason laajasta tarjoamasta ja sen mahdollistamista monipuolisista uravaihtoehtoista (ml. erilaiset palkkausmallit).

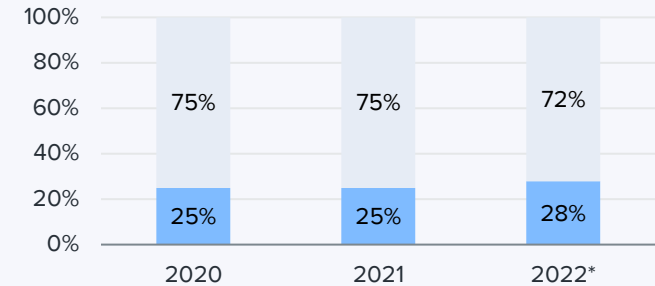
## Kulurakenteessa ei lähtökohtaisesti suurta skaalautuvuutta, mutta kasvu tukisi katteita

Loihteen kulurakenne on henkilöintensiiviselle liiketoiminnalle tavanomainen. Arviomme mukaan kustannuksista noin 70 % on kiinteitä ja vastaavasti noin 30 % muuttuvia. Kiinteiden kuluja tasoa selittävät liiketoimintojen ansaintamallit ja konsernin hallintorakenne, jotka sitovat varsin paljon kiinteäpalkkaisia henkilöresursseja.

Toimialan kontekstissa Loihde tekee vielä varsin vaatimatonta kannattavuutta (2022 liikevoitto-% 3,2 %). Fyysisen turvan liiketoiminnoista johtuen Loihteen liikevoitto-% ei ole täysin yhteismitallinen puhtaiden kyberturva- tai IT-palvelutalojen kanssa, mutta konsernin nykyinen kannattavuus ei mielestämme vastaa sen realistista kestävää tasoa. Keskeinen kannattavuuden vahvistumisen ajuri olisi kokoluokan kasvu, joka toisi yhtiölle tiettyjä mittakaavaetuja. Arviomme kannattavuuden parannusvaran löytyvän liiketoimintojen suorasta tehokkuudesta sekä konsernin hallinnon tehokkuudesta.

Palveluliiketoiminnassa kasvaminen vaatii tietyn pisteen jälkeen aina lisäkäsiin investoimista ja yleensä näitä investointeja on toteutettu

## Konsernin liikevaihdon jakauma tyypeittäin, % jatkuvista toiminnoista

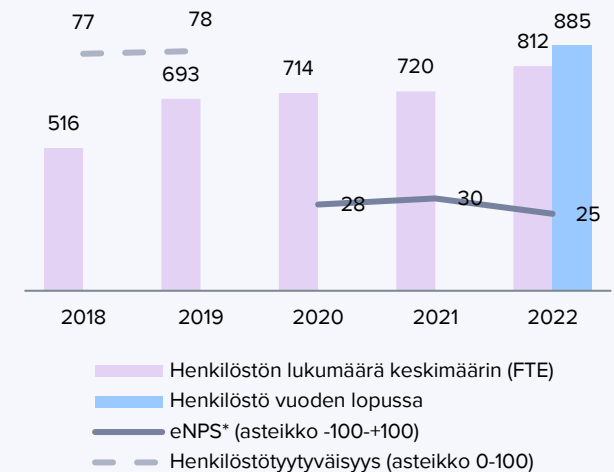


■ Jatkuvan liikevaihdon osuus ■ Projektit ja konsultointi

Lähde: Loihde

\*Tilanne Q4:n lopussa

## Henkilöstön keskimääräinen lukumäärä ja eNPS\*, FTE # ja eNPS pisteluku



Lähde: Loihde, Inderes

\*2018-19 kysely ei vertailukelpoinen eNPS kanssa

# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 8/8

etupainotteisesti. Liikevaihdon kasvu ei siten liiketoimintojen osalta skaalautu hyvin, vaikka kulurakenteen yleisille kiinteä onkin. Tämä kasvun ja kulupuolen välinen dynamiikka heijastuu myös lyhyen tähtäimen tulostasoon, sillä uusien työntekijöiden laskutusasteet eivät kohoa hyvälle tasolle välittömästi. Laskutusasteiden muutoksien vipu toimii tulosmielessä myös toiseen suuntaan ja laskevan liikevaihdon ympäristössä katetasojen puolustaminen voi vastaavasti olla vaikeaa.

Kyberturvassa on tiettyjä mittakaavaetuja sisältäviä palveluita kuten kyberturvallisuuden valvontakeskus- ja reagointikeskus CSOC. CSOC on Loihteella vielä pienessä mittakaavassa, joten sen kustannustehokkuudessa olisi kasvun onnistuessa nähdäksemme selvää parantamisen varaa. Myös digitaalisen kehittämisen laskutusasteissa uskomme olevan selkeää nousuvaraa suhteessa H2'22 tasoon, jolloin muutama suuri kuluttajatuoteasiakas vähensi ostojaan yllättäen heikentyneen taloustilanteen myötä.

Liiketoiminnallisten tekijöiden lisäksi Loihde-konsernin hallinnollinen rakenne on yhä alla olevien liiketoimintojen kokoluokat huomioiden arviomme mukaan melko raskas. Arviomme mukaan nykyisen konsernihallinnon kantokyky on edelleen selvästi Loihteen tämänhetkistä kokoluokkaa suurempi, mitä heijastellen hallinnollisen rakenteen tulisi skaalautua liiketoiminnan kasvun mukana. Loihde on jo tehnyt hallintoa tehostavia toimenpiteitä, mutta odotamme tämän työn edelleen jatkuvan. Toisaalta yhtiön tavoitteleva kasvu korjaisi hallintoa asteittain määrämittäisemmäksi.

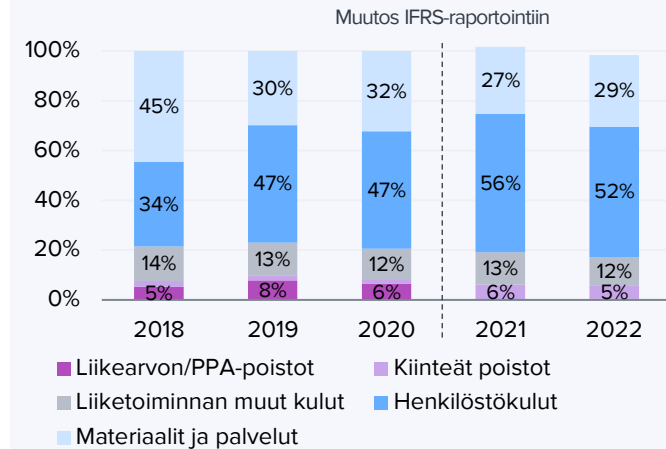
## Operatiiviset pääomatarpeet eivät ole hirmuisia

Loihteen liiketoimintojen ansaintamalleja seuraten tärkeimmät omaisuuserät ovat henkilöstön osaamiset ja kyvykkyydet eikä kiinteitä pääomatarpeita ei juuri ole. Vuotuiset orgaaniset investointitarpeet (pl. rekrytoinnit) ovat arviomme mukaan maltillisia ja liittyvät pääosin uusien palveluiden rakentamiseen ja muihin sisäisiin kehityshankkeisiin. Kiinteän omaisuuden (ilman vuokravastuita) osuus liikevaihdosta onkin ollut noin 4-6 % tuntumassa. Nettokäyttöpääomankin kannalta Loihteen toiminta on varsin kevyttä, sillä vuosina 2020-22 nettokäyttöpääoman tarve on ollut noin 9-11 % liikevaihdosta.

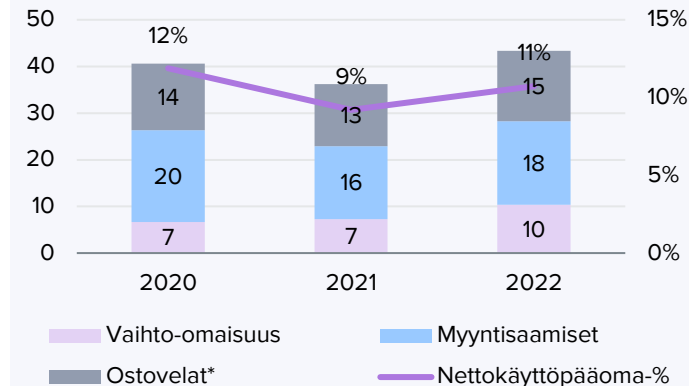
Loihde myös vuokraa itse turvaliiketoiminnassa käyttämiään laitteita, joita se myy palveluina asiakkailleen. Nämä erät näkyvät käyttöoikeusomaisuuserissä yhdessä vuokratilojen kanssa. Käyttöoikeusomaisuuserät ovat olleet noin 6-8 % liikevaihdosta vuosina 2020-22.

Kokonaisuudessaan liiketoiminnan pääomakeveä luonne on positiivista, sillä omaisuuserien tehokkaat käytöt luovat yhtiölle hyvän lähtökohdan tyydyttävän vapaan kassavirran tekemiselle verrattain matalasta marginaalitasosta huolimatta. Tämä puolestaan tukee Loihteen rakenteellista velankantokykyä ja tuo vaihtoehtoja pääoman omistaja-arvoa luovalle allokoinnille. Pääomatehokkuuden parantamiseksi Loihteen täytyy kuitenkin keksiä järkevää käyttöä suurelle nettokassalleen (31.12.22: 32 MEUR), joka ei raportin kirjoitushetkellä ole vielä tuottavassa käytössä.

## Kustannusrakenne, % liikevaihdosta



## Pääoman sitoutumisen kehitys, MEUR ja % liikevaihdosta



\*Sis. Asiakassopimuksiin perustuvat velat

Lähde: Inderes

# Sijoitusprofiili

## Kannattavan kasvun yhtiö

Loihteen markkinoilla on terveet kasvuajurit, yhtiön kokonaistarjoama on syvä ja strategia kasvua painottava. Kannattavuustason nosto on yhtiölle väliaikainen arvoajuri ja yhtiö profiloituikin mielestämme kannattavan kasvun yhtiöksi. Liiketoiminta ei sido erityisemmin pääomia ja myös tuottaa kassavirtaa tyydyttävästi. Yhtiöllä on siten myös vakaa pohja maksaa tasaisesti kasvavaa osinkoa tai toteuttaa yritysostoja. Vahvaa tasetta on allkoitu yritysostoihin, mutta tähän saattaa tulla muutos riippuen yhtiön loppuvuonna vedettävistä strategisista suuntaviivoista, mikä voi johtaa myös merkittävään pääomanpalautukseen.

## Vahvuudet ja arvoajurit

**Hyvät markkina-asemoitumiset** suotuisiin palvelualueisiin, kuten kuten kyberturvaan sekä dataan ja analytiikkaan. Yhtiön kilpailukyky on arviomme mukaan riittävä ja jatkuva palvelukehitys tukee sen ylläpitämistä. Kokonaisuutena Loihteen liiketoiminnoilla onkin mielestämme edellytykset hyvän orgaanisen kasvun saavuttamiselle.

**Laaja kokonaistarjoama** ulottuu useisiin elinkaaren vaiheisiin (mm. räätälöity ohjelmistokehitys ja ylläpitopalvelut) ja peittää alleen asiakkaiden arvoketjujen eri osia. Tarjoaman syvyys vahvistaa kokonaiskilpailukykyä yhtiön taipussa myös kokonaisvaltaisempien laajojen ja lisäarvoltaan korkeampien ratkaisuiden toimittamiseen, luoden lisäksi ristiinmyyntimahdollisuuksia. Ristiinmyyntimahdollisuudet ovat nähdäksemme erityisen arvokkaita heikomman kysynnän markkinassa. Tämä tukee nykyisiä asiakassuhteita ja parantaa edellytyksiä solmia strategisista kumppanuusista. Nähdäksemme laaja tarjonta myös alentaa yhtiön riskitasoa.

**Kannattavuustason parantaminen** vuoden 2022 3,2 %:n oikaistusta liikevoittomarginaalista. Liiketoimintojen kannattavuuksien, konsernitason tehostustoimien sekä konsernihallinnon mitoituksen sopeutuessa Loihde voisi arviomme mukaan tehdä kestävästi vähintään 4-5 % EBITA:a.

**Yritysjärjestelyt konsolidoituvassa markkinassa.** Nähdäksemme markkinoiden konsolidaatio tarjoaa Loihteen mahdollisuuksia sen kokoluokan nostoon, valittujen osaamisten hankkimiseen tai uusille markkinoille laajentamiseen. Viimeisimmät yritysjärjestelyt ovat nähdäksemme olleet varsin onnistuneita, joskin niiden hintataso on ollut osin kireä. Arvioimme yhtiön kuitenkin pystyvän tekemään hyviä yritysostoja pääomamarkkinan mukana viilentyneiden arvostustasojen tuella.

## Heikkoudet ja riskitekijät

**Hallinnollinen rakenne.** Loihteen konsernihallinto on rakennettu liiketoimintojen operatiivisten johtojen päälle. Hallinto on yhtiön historian myötä mitoitettu suuremmalle ja monimutkaisemmalle konsernille, mikä tekee sen kustannuksista liiketoimintojen kokoon nähden yhä suuren. Arviomme mukaan hallinnollinen rakenne voisi heikosti hallittuna tuoda hitautta myös operatiiviseen ja strategiseen päätöksentekoon, mikä voi rapistuttaa dynaamisilla toimialoilla tärkeää ketteryyttä ja reagoitukykyä.

**Osaajamarkkinassa epäonnistuminen.** Pitkällä aikavälillä nähdäksemme kroonisesti haastavassa osaajamarkkinassa rekrytoinneissa epäonnistumisella olisi heikentäviä vaikutuksia kilpailukykyyn, kasvun tavoitteluun ja omistaja-arvon luontiin. Kilpailussa on kyettävä erottautumaan muillakin kuin palkkaukseen liittyvillä tekijöillä kuten kiinnostavilla

asiakasprojekteilla. Kiinnostavat projektit taas edellyttävät oman kilpailukykyyn ylläpitämistä sekä asteittaisia petraamisia. Siten osaajakilpailussa epäonnistuminen voi johtaa negatiiviseen kierteeseen, joten myös nykyisistä osaajista on kyettävä pitämään kiinni ja vaihtuvuus minimoitava.

**Uudistumiskyvyn heikkeneminen.** Loihteen kohdemarkkinat ovat jatkuvan teknologisten muutosten keskellä. Muutoksien ennakointi ja niihin reagoiminen onkin menestymisen kannalta olennaista. Tässä epäonnistuminen vaikuttaisi suoraan nykyisiin asiakassuhteisiin, suhteellisiin kilpailuasemiin ja siten pidemmän aikavälin arvonluontikykyihin. Loihteelle suojaa tuo mielestämme teknologiariippumattomuus, minkä myötä yhtiö ei ole alistainen yksittäisten päämiesten kyvykkyyksien kehittymisistä.

**Kilpailutilanteen muutokset.** Loihteen liiketoimintojen suhteelliset kilpailuasemat voivat heikentyä, mikäli suuremmilla skaaloilla operoivat toimijat vahvistavat omia kyvykkyyksiään orgaanisesti tai epäorgaanisesti. Fyysisen turvan osalta Loihteen kokoluokka tuo jo suojaa, mutta etenkin kyberturvassa tiettyjen skaalaetujen keskittyminen kilpailijoille voisi heikentää liiketoiminnan kilpailuasemaa.

**Yritysostoissa epäonnistuminen.** Loihteen keskeisimmät yritysostoriskit liittyvät arviomme mukaan sekä laadultaan että hinnaltaan sopivien ostokohteiden paikallistamiseen. Palveluliiketoiminnassa integraatoriskit kohdistuvat mielestämme ostokohteen osaajien pysyvyyden varmistamiseen. Tässä epäonnistuminen johtaisi henkilöstön nopeaan vaihtuvuuteen, mikä puolestaan heijastuisi väistämättä laskutusasteeseen ja siten tuloksentelekkyyteen.



# Sijoitusprofiili

1.

**Liiketoimintojen orgaaniset kasvunäkymät ovat hyviä**

2.

**Laaja palvelutarjoama parantaa kokonaiskilpailukykyä ja luo ristiinmyyntimahdollisuuksia**

3.

**Vahva tase tuo strategista liikkumatilaa yritysjärjestelyjen toteuttamiselle tai osingonmaksuun**

4.

**Projektiliiketoiminnoissa aina syklisiä vivahteita**

5.

**Organisaatorakenne rasittaa pidemmän aikavälin tulospotentiaalia, kannattavuusparannus on vielä kesken**

## Potentiaali



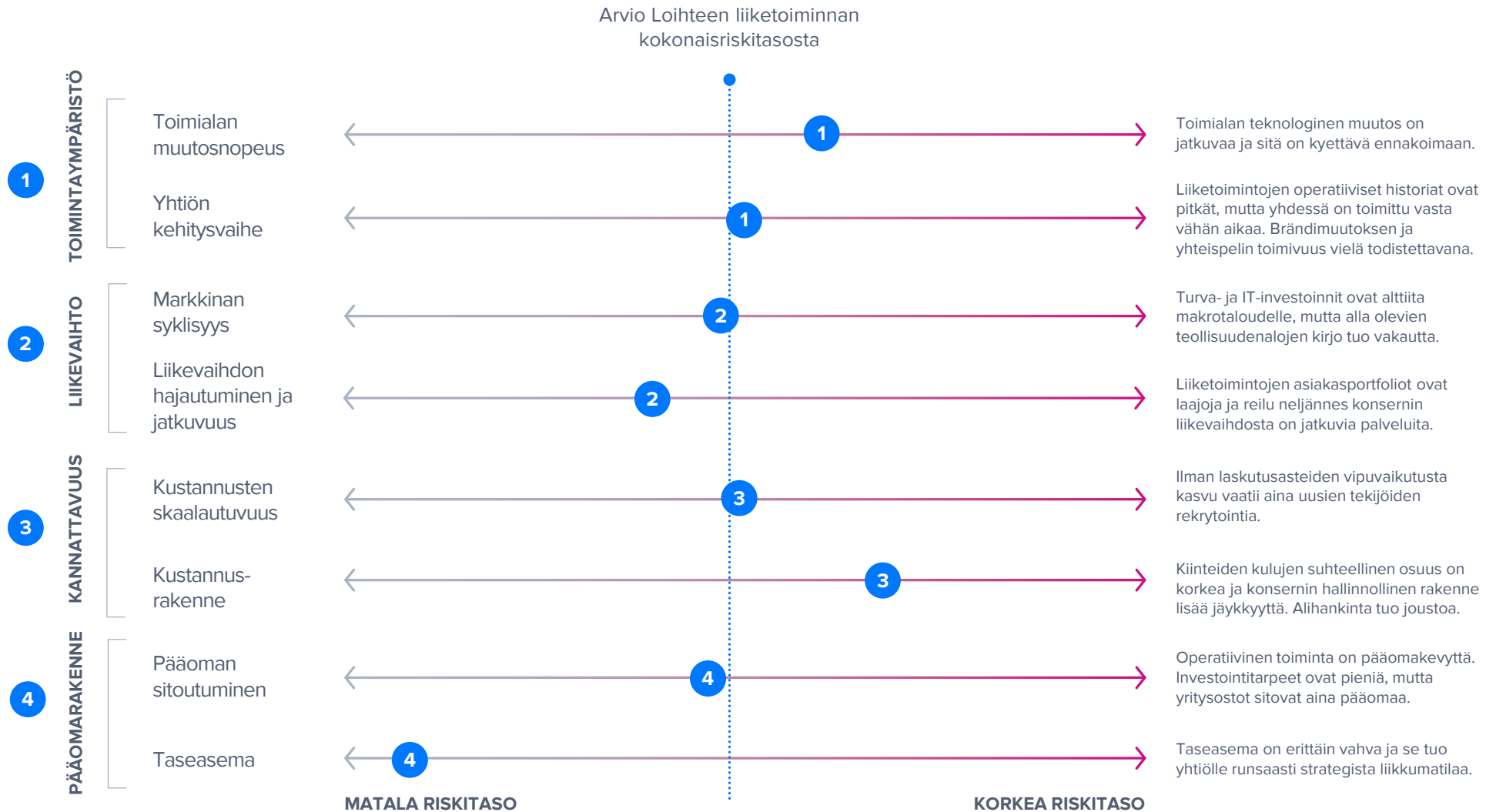
- Toimialan kysyntääjurit ovat vahvoja ja Lohiteella on kyvykkyyttä kokonaisvaltaisiin toimituksiin
- Ulosmitattava ristiinmyyntipotentiali on arviomme mukaan merkittävä
- Kannattavuudessa selkeää parantamisen varaa
- Jatkuvien tulovirtojen kasvattaminen ja riskiprofiilin laskeminen
- Omistaja-arvoa luovat yritysjärjestelyt

## Riskit



- Talousympäristön heikentymisen negatiiviset vaikutukset kohdemarkkinoiden kysyntään
- Kasvun hallitseminen ja osaajamarkkinassa pärjääminen / rekrytoinneissa epäonnistuminen
- Uudistumiskykyjen rappeutuminen ja liiketoimintojen kilpailukykyjen heikkeneminen
- Muutokset toimittajabrändien tunnettuuksissa
- Omistaja-arvoa tuhoavat yritysostot (mm. integraatioissa epäonnistuminen)

# Liiketoimintamallin riskiprofiili



# Toimiala ja kilpailu – Turva 1/8

## Fyysisen turvan pelikenttä on tilava

Vuonna 2021 VALOR partners arvioi Loihteelle relevantin fyysisen turvan markkinan (sähköinen turvateknologia, rakenteellinen turva, palohälytintjärjestelmät) olevan noin 950 MEUR ja sen kehitys on seurannut melko tasaisesti Suomen BKT:n kehitystä (keskimääräinen vuosittainen kasvu 1,5 %). Markkinasta selkeästi suurin osa on laitemyöntiä. Mainittujen kolmen alueen lisäksi fyysiseen turvaan voidaan luokitella vartiointi- ja turvallisuuspalvelut, joiden kokoluokka on noin vajaassa 1 miljardissa. Markkiansta selvästi isoin osa on käsittääksemme matalamman lisäarvon (ja samalla katetason) vartiointi-, järjestyksenvalvonta- ja aulapalveluita. Loihde ei itse ole näissä liiketoiminnoissa lainkaan mukana, jonka takia emme käsittele sitä tässä osiossa.

Absoluuttiselta kooltaan ja etenkin Loihteen omien liiketoimintojen skaaloihin suhteutettuna jäljelle jäävä markkina on hyvin tilava. Loihteen markkinaosuus on arviomme mukaan vajaan 7 %:n luokkaa. Laitemyynnistä puhdistettuna Loihteen markkinaosuus on arviomme mukaan tätä selkeästi suurempi. Tätä peilaten markkinan koon ei tulisi asettaa yhtiön tulevien vuosien kasvulle oleellisia rajoitteita.

Varsinaiselta rakenteeltaan fyysisen turvan markkina on hyvin hajanainen konsolidaatiosta huolimatta, sillä arviomme mukaan sen sisällä toimii yhteensä yli sata yhtiötä. Käsityksemme mukaan näistä valtaosa on verrattain pieniä ja puhtaasti paikallisilla fokuksilla toimivia vartiointi- tai lukitusratkaisuja tarjoavia yhtiöitä. Tätä selittää arviomme mukaan pitkälti sekä näiden liiketoimintojen alueelliset perusdynamikat että

niin pääomatarpeiden kuin teknologisten kyvykkyyksienkin perspektiivistä matalalle jäävät alalle tulon kynnykset. Toimialan suurimmat yhtiöt ovat sen sijaan huomattavasti laajemmilla palvelutarjoamilla, teknologisilla resursseilla ja lähes aina myös valtakunnallisilla toimintasäteillä operoivia yhtiöitä.

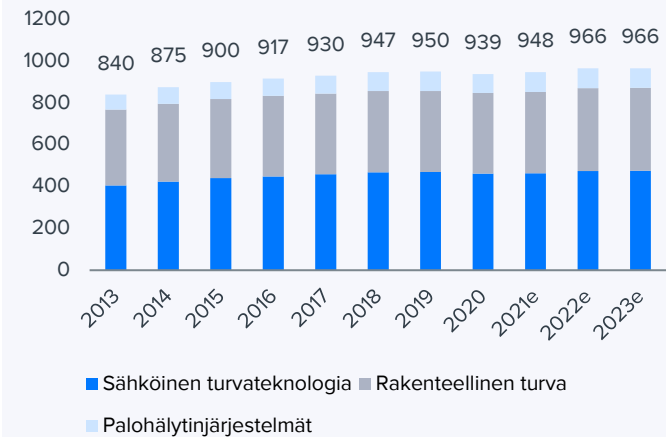
Toimialan hajanaista rakennetta mukailien konsolidaatio on viimeisten vuosien aikana edennyt nopeaa vauhtia. Tämä on tarkoittanut sitä, että toimialan suurimmat yhtiöt ovat laajentaneet maantieteellisiä peittojaan juuri pieniä paikallisia toimijoita ostamalla. Toisaalta toimialalla on nähty myös useampia suurempia järjestelyjä. Suuremmissa järjestelyissä teollinen logiikka nojaa liikevaihdon kasvun ohella myös aikaisempaa suurempaan kriittiseen massaan ja operatiivisiin synergioihin.

Suuremmista järjestelyistä merkittävin Loihteen kannalta on Securitasin Stanley Securityn osto heinäkuussa 2022, jonka avulla se astui vahvasti turvateknologian ja näin Loihteen pelikentille. Toinen merkittävä transaktio on BLC Turvan AM security ja AM Lukkoasema –järjestely, joka nosti sen uuteen kokoluokkaan. Pohjoismaissa toimiva Prosero Security on laajentunut yritysostoilla aggressiivisesti Suomessa viimeisen muutaman vuoden. Se on ostanut 10 fyysisen turvan yritystä ja kasvanut reilun 60 MEUR kokoluokkaan tyhjästä. Prosero ei integroi yhtiöitä vaan antaa niiden jatkaa itsenäisinä yrityksinä.

## Kasvuvauhti myötäilee BKT:ta

Fyysisen turvan kasvua ajaa arviomme mukaan uudisrakentaminen, vanhoihin ratkaisuihin kohdistuvat korjausinvestoinnit (ts. vanhoja

Loihteelle relevantti fyysisen turvan markkina Suomessa (MEUR)



Lähde: VALOR partners vuodet 2013–2021e, 2022e ja 2023e arvioitu Suomen BKT:n kasvuvauhdin perusteella

# Toimiala ja kilpailu – Turva 2/8

mekaanisia ratkaisuita korvataan uusilla elektronisilla tuotteilla) sekä yleinen turvallisuustietoisuuden kasvu. Näiden ajureiden ja koottujen markkinatietojen perusteella toimiala on kasvanut vajaa 2 % vuodessa. Kasvu on näin ollen ollut tervettä ja tarjonnut toimijoille vähintäänkin tyydyttävät toimintaolosuhteet. Vuosina 2020-22 kasvua on jarruttanut koronapandemia ja komponenttipula. Tulevina vuosina VALOR partners on arvioinut kasvun pysyvän kutakuinkin BKT:ta myötäilevässä vauhdissa, mikä on myös meidän oletuksemme. Lyhyellä tähtäimellä odotamme kysyntään liittyvän epävarmuutta heikkenevässä talousympäristössä, jonka arvioimme näkyvän erityisesti uudisrakentamisessa. Loihteen turvaliikevaihdosta uudisrakentaminen on arviomme mukaan vajaat 10 %, jonka myötä arviomme Loihteen kysyntäympäristön pysyvän melko vakaana. Komponenttipula toimii yhä hidasteena jossain tietyissä toimituksissa, mutta pahimmat pullonkaulat sen osalta vaikuttavan nyt olevan takanapäin.

## Kilpailukentän rakenteessa ei yllätyksiä

Toimialan hajanainen rakenne heijastuu luonnollisesti myös kilpailukenttään. Täten Loihteen liiketoiminnot eivät kilpaile pelkästään tietyntyyppisten yhtiöiden kanssa, vaan ratkaisutason taistoja käydään käsityksemme mukaan laajasti niin samaa kokoluokkaa olevien yhtiöiden kuin pienempienkin pelureiden kanssa. Lisäksi Loihde kohtaa pientä kilpailupainetta arviomme mukaan myös sellaisten yhtiöiden suunnalta, joiden varsinaiset ydinosaamiset ovat muilla alueilla, mutta jotka ovat kilpailukykyään parantaakseen

lisänneet läsnäolojaan myös turvallisuusratkaisuiden puolelle. Tällaisista toimijoista havainnollistavin esimerkki on mielestämme kiinteistöjen ja teollisuuden teknisiin projekteihin keskittynyt Caverion.

Loihteen kanssa varsin samanlaisilla tarjoamilla toimiva ja siten pääkilpailijoiksi luokiteltavia yhtiöitä ovat arviomme mukaan Certego, Stanley Security (nykyisin Securitasin omistuksessa, uusi nimi Securitas Technology), BLC Turva, Prosero sekä Pääkaupunkiseudulla TEXA turvaekspertit. Näiden yhtiöiden keskeisimmät vahvuudet tulevat mielestämme suhteellisesti laajemmista resursseista ja siten laajempiin kokonaisuuksiin taipuvasta toimituskyvystä. Samaiset tekijät tekevät myös suurempien toimijoiden hintakilpailukyvyistä pieniä parempia. Lisäksi näiden yhtiöiden toimintahistoriat ovat verrattain pitkiä ja samalla bränditunnettuudet vakiintuneita. Erityisesti bränditunnettuus on oleellinen suhteelliseen kilpailuasemaan vaikuttava tekijä, sillä varsinaisilta perusluonteiltaan palvelutarjoajat ovat näkemyksemme mukaan hyvin samanlaisia. Edellä mainittujen pääkilpailijoiden ohella Loihde kisailee arviomme mukaan jossain määrin myös voimakkaasti vartiointipuolelle keskittyneiden toimijoiden – kuten esimerkiksi Palmian, Avarn Securityn ja Securitaksen – kanssa. Vartiointipuolella vahvat toimijat saavat arviomme mukaan tästä jonkin verran kilpailuetua, kun ne pystyvät toimittamaan kaikki fyysisen turvan palvelut. Erityisesti Securitas vaikuttaa mielestämme kilpailukykyiseltä kokonaisuudelta sen Stanley Securityn oston jälkeen.

## Fyysisen turvan kilpailukenttä



Valikoituja kilpailijoita

# Toimiala ja kilpailu – Turva 3/8

## Loihteen kilpailuvaltti tulee konsernitason

Loihteen fyysisen turvan kilpailuasema on mielestämme hyvä, sillä liiketoiminnoilla ei näkemyksemme mukaan ole selvästi kilpailijoita heikompia osa-alueita. Toisaalta itsenäisten liiketoimintojen tasolla Loihteella ei arviomme mukaan myöskään ole selkeää etumatkaa muihin suuriin toimijoihin verrattuna. Pidämmekin Loihteen keskeisimpinä valtteina konsernin sisältä tulevia osaamisia ja niiden hyödyntämistä (erityisesti Kyberturva-osaaminen ja mm. data- ja analytiikkaratkaisut) osana fyysisen turvan tekemistä. Käsityksemme mukaan muilla toimijoilla ei vastaavia sisäisiä kyvykkyyksiä ole, mitä heijastellen konsernitason osaaminen tuo Loihteelle mielestämme konkreettista erottautuvuutta ja parantaa samalla pidemmän aikavälin arvonluontiedellytyksiä.

## IT-infran markkina

VALOR partners arvioi yritysverkkoratkaisujen markkinan koon olleen Suomessa noin 600 MEUR vuonna 2020. Markkinan kasvu oli ajanjaksolla 2015-2019 lievästi negatiivista, johtuen yritysten tietoliikenneyhteyksien hintojen alentumisista. Markkina on kääntynyt 2 %:n kasvuun ja markkinan sisällä kasvun ajurina toimii yritysten sisäisten verkkoratkaisujen toteuttaminen ja ylläpito, joka on Loihteen ydinmarkkina IT-infrassa. Tämän lokeron odotetaan kasvavan 4 % vuosittain. Näemmekin Loihteella tällä markkinalla terveet kasvuedellytykset, eikä markkinan koko aseta rajoitteita.

## Kyberturva on valtava markkina

Vaikka Loihteen Turva-liiketoiminnan arvolutaus kulminoituu kokonaisturvallisuuteen ja yhtiö operoi suuremmassa skaalassa fyysisen turvan puolella, pidämme kyberturvamarkkinaa huomattavasti mielenkiintoisempaan alueena kahdesta syystä. 1) Kyberturvallisuus on Turva-liiketoiminnalle strateginen painopistealue ja arviomme mukaan sen tulovirrat ovat fyysisen turvan liiketoimintaa arvokkaampia. 2) Kyberturvallisuuden pidemmän aikavälin kasvukuva on selvästi fyysistä turvaa houkuttelevampi, mitä mukaillen pidämme sitä myös Loihteen sijoittajatarinan ja arvonluonnin kannalta oleellisempaan palasena.

Kyberturvallisuus itsessään kattaa ne prosessit, teknologiat ja ratkaisut, jotka suojaavat organisaatioiden tai yksittäisten käyttäjien tietoja verkossa tapahtuvaa rikollisuutta vastaan. Käytännössä kyberuhat voidaan jakaa kolmeen kategoriaan: 1) taloudellisiin voittoihin pyrkivään rikollisuuteen, 2) yritysten tai valtioiden häiritsemiseen tähtäävään hakkerointiin sekä 3) liiketoiminnallisesti arvokkaita tietoja tavoittelevaan vakoiluun. Globaalin digitalisaatioasteen jatkuvasti noustessa myös sekä kyberuhkien määrät että niiden älykkyyksien tasot kasvavat.

## Fyysisen turvamarkkinan yritysjärjestelyjä, 2020-2023

| Pvm       | Järjestelyn kohde                | Ostaja                          | Myyjä              | Arvio Suomen liiketoiminnan liikevaihdosta |
|-----------|----------------------------------|---------------------------------|--------------------|--|
| Huhti-23  | Hämeen Lukko Oy                  | Loihde                          |                    | 5,2  |
| Helmi-23  | Palmia                           | Mutares (pääomasijoittaja)      | Helsingin kaupunki | 120  |
| Heinä-22  | Stanley security                 | Securitas                       |                    | 33,4                                       |
| Heinä-22  | Suomen Turvalukko Oy             | Prosero                         |                    | 2,4  |
| Touko-22  | Turvakolmio                      | Loihde                          |                    | 13,4                                       |
| Touko-22  | THV ja Tele-projekti             | Prosero Security                |                    | 6  |
| Huhti-22  | Ajan Lukko Oy                    | Prosero Security                |                    | 4,5  |
| Tammi-22  | LukkoLuket Oy                    | Prosero                         |                    | 8,4  |
| Marras-21 | Avainahjo                        | Prosero                         |                    | 1,9  |
| Marras-21 | PAP Group                        | Prosero                         |                    | 7,8  |
| Loka-21   | AM Security ja AM Lukkoasema     | BLC Turva                       |                    | ~40  |
| Loka-21   | Lukkoässä Oy                     | Prosero                         |                    | 1,3  |
| Heinä-21  | Lukitustekniikka-STY Oy          | Prosero                         |                    | 3  |
| Heinä-21  | Certego                          | Nalka Invest (pääomasijoittaja) | Assa Abloy         | 52,5                                       |
| Maalis-21 | Turvatalo - Tapiolan Yleishuolto | Prosero                         |                    | 3,8  |
| Joulu-20  | Avain-Asema Oy                   | Prosero                         |                    | 6  |
| Tammi-20  | Arvolukko Oy                     | Prosero Security                |                    | 13,4                                       |

Lähde: Inderes, yhtiöt, medialähteet

# Toimiala ja kilpailu – Turva 4/8

Markkinatutkimusyhtiö Gartnerin arvioi globaalin kyberturvamarkkinan koon olevan vuonna 2022 noin 169 miljardia dollaria. Markkinasta valtaosa muodostuu yritysten kyberturvapalveluista ja -tuotteista. Loihteelle merkityksellisemmän Suomen kyberturvamarkkinan kooksi VALOR partners on puolestaan arvioinut noin 500 miljoonaa euroa. Globaalilla tasolla historiallinen kasvu on ollut hyvin terveellä noin 9 % tasolla, kun taas Suomessa kehitys on ollut piirun verran hitaampaa noin 7 %:ssa. Tulevaisuudessa kasvun arvioidaan olevan Suomessa noin 8 % luokkaa. Loihteen kilpailija Nixu on arvioinut Gartnerin avulla sen Suomen kyberturvakonsultoinnin kohdemarkkinoiden kasvavan kokonaisuutena noin 9-10 % vuosittain välillä 2021-2025. Markkina on Loihteen nykyiseen kokoluokkaan nähden hyvin suuri, eikä aseta esteitä liiketoiminnan kasvulle.

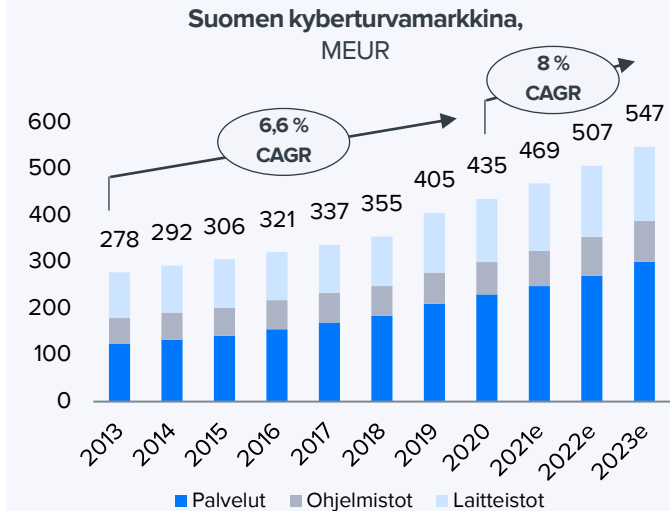
## Kolmen segmentin peli

Arviomme mukaan markkina voidaan kyberhyökkäysten ja teknologioiden älykkyyden perusteella jakaa kolmeen segmenttiin. Hyökkäysten ja teknologioiden älykkyys korreloi yleensä myös asiakkaiden kokoluokkien kanssa, sillä suurimmat organisaatiot ovat tyypillisesti kyberrikollisten ensisijaisia kohteita. Näiden suojaamistarpeet ovat täten korkeita, eikä standardoidut massaratkaisut ole riittäviä. Vaativat räätälöidyt ratkaisut ovat puolestaan matalampaa suojaustasoa edellyttäville asiakkaille liian kalliita. Loihteen oma ratkaisutarjoama on monipuolinen ja käsityksemme mukaan yhtiö on parhaimmillaan

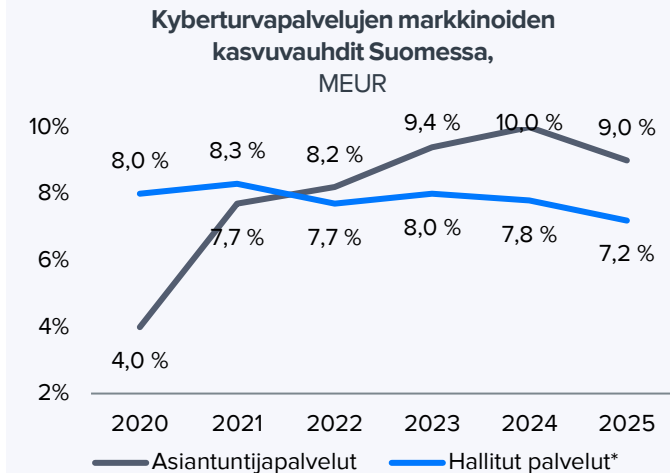
juuri suuremman suojaustarpeen ja räätälöityä työtä kaipaavissa asiakkuuksissa.

Markkinan huipulla on valtiollinen vakoilu ja puolustusteollisuus. Nämä lohkot ovat kooltaan hyvin pieniä, mutta edellyttävät sekä teknologioilta että osaajilta korkeita kyvykkyyksiä. Markkinan suurin volyyymi kohdistuu puolestaan kohdennettuihin hyökkäyksiin. Näiden alla ensisijaista kohderyhmää ovat käytännössä kaikki suuret organisaatiot ja toimijat, jotka operoivat huoltovarmuuden kannalta kriittisillä alueilla. Tällaisia asiakkaita ovat esimerkiksi energiateollisuuden yhtiöt, pankit ja operaattorit. Kohdennettujen hyökkäyksen segmentissä ongelmia ei voida ratkaista pelkästään massaratkaisuilla ja valmiilla ohjelmistopaketeilla. Mielestämme tämä luo mahdollisuuksia juuri Loihteen kaltaisille laajan repertuaarin yhtiöille.

Markkinan kolmantena segmenttinä on puolestaan massahyökkäykset. Käytännössä tämä tarkoittaa erilaisia palomuri- ja päätelaitteiden suojaukseen soveltuvia massaratkaisuja. Tätä mukaillen segmentin loppuasiakkaat ovat tyypillisesti pieniä yrityksiä ja kuluttajia, joiden päätöksenteko on usein vain välttämättömimmän tarpeen täyttämisen ohjaamaa. Tätä kohderyhmää palvelevatkin usein teleoperaattorit, joilla on toimivat jakelukanavat SME-lohkoon.



Lähde: VALOR partners, Inderes



Lähde: Gartner, Nixu, Inderes

\*Englanniksi "Managed services", eli tyypillisesti jatkuvaa palvelua jota kyberturvayhtiö tuottaa ja hallitsee asiakkaan puolesta.

# Toimiala ja kilpailu – Turva 5/8

## Kasvuajurit ovat vahvoja

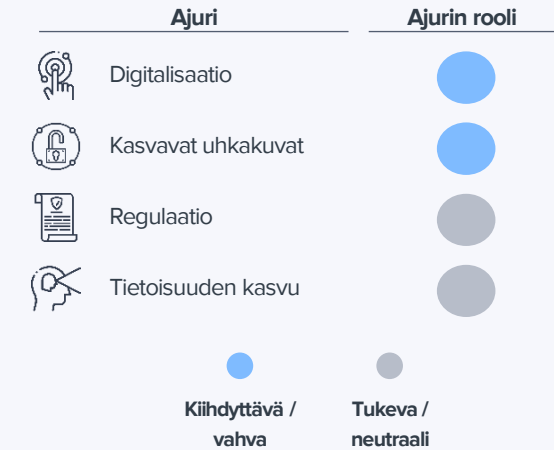
Markkinan ylätasolla kasvuajurit voidaan mielestämme jakaa kolmeen päävoimaan: digitalisaatio, regulaatio ja kasvavat uhkakuvat. IT-maailman yleisesti tunnistetut megatrendit kuten mobiliteetti, pilvi, teollinen internet ja digitaalinen kaupankäynti linkittyvät hyvin vahvasti myös kyberturvallisuuteen. Usein näillä alueilla uusien sovellusten tai tuotteiden syntyminen esteenä ovat haasteet tietoturvasa. Nämä haasteet liittyvät muun muassa yksityisyyden suojaan tai sähköisen kaupankäynnin turvallisuuteen. Luonnollisesti myös avoimien järjestelmien yleistyminen (mm. Android) ja pilvitransformaatiot lisäävät turvatarpeiden monimuotoisuutta. Osaltaan tämä kompleksisuuden kasvu tekee markkinasta rikollisten näkökulmasta aikaisempaa houkuttelevamman. Digitaalisten liiketoimintamallien edellytyksenä onkin usein ydinprosessien kytkeminen osaksi ulkopuolisia ekosysteemejä, mikä tekee niistä haavoittuvaisempia verrattuna aikaan, jolloin digitaaliset omaisuuserät olivat omissa konesaleissa.

Uusien digitaalisten palveluiden rakentaminen edellyttää toimijoilta tietoturvaan liittyvien haasteiden ratkaisemista ennakkoon. Näin ollen kyberturvallisuusratkaisuista tulee arviomme mukaan yhä useammin kriittinen ja samalla kiinteä osa varsinaista IT-investointia. Tämä puolestaan tarkoittaa sitä, ettei kyberturvallisuuteen liittyviä asioita voida ratkoa enää pelkillä standardiratkaisuilla, vaan liiketoimintaa aidosti

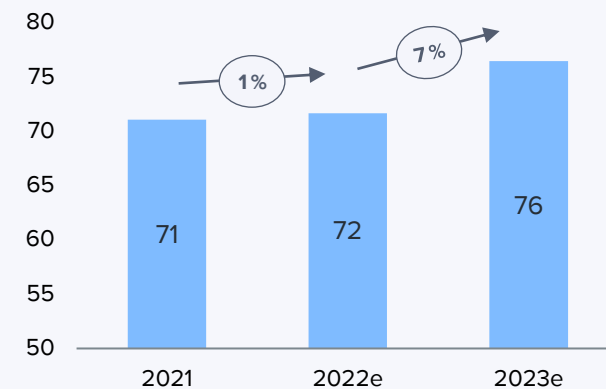
palvelevan ja suojaavan turvaratkaisun rakentaminen (mm. kyvykkyys uhkien havainnointiin) edellyttää korkean tason asiantuntijapalveluiden hyödyntämistä. Mielestämme tässä markkinamuutoksessa voittajia ovat sellaiset toimittajat, jotka kykenevät yhdistämään asiantuntijatyön ja räätälöinnin osaksi tuotteiden ja teknologioiden toimituksia. Vaikeuksissa olevat toimijat ovat arviomme mukaan puolestaan vain tietoturvatuotteiden jälleenmyyntiin ja siten ohueksi jäävän lisäarvon tuottamiseen asemoituneet yhtiöt.



## Kyberturvamarkkinan kasvuprofiili

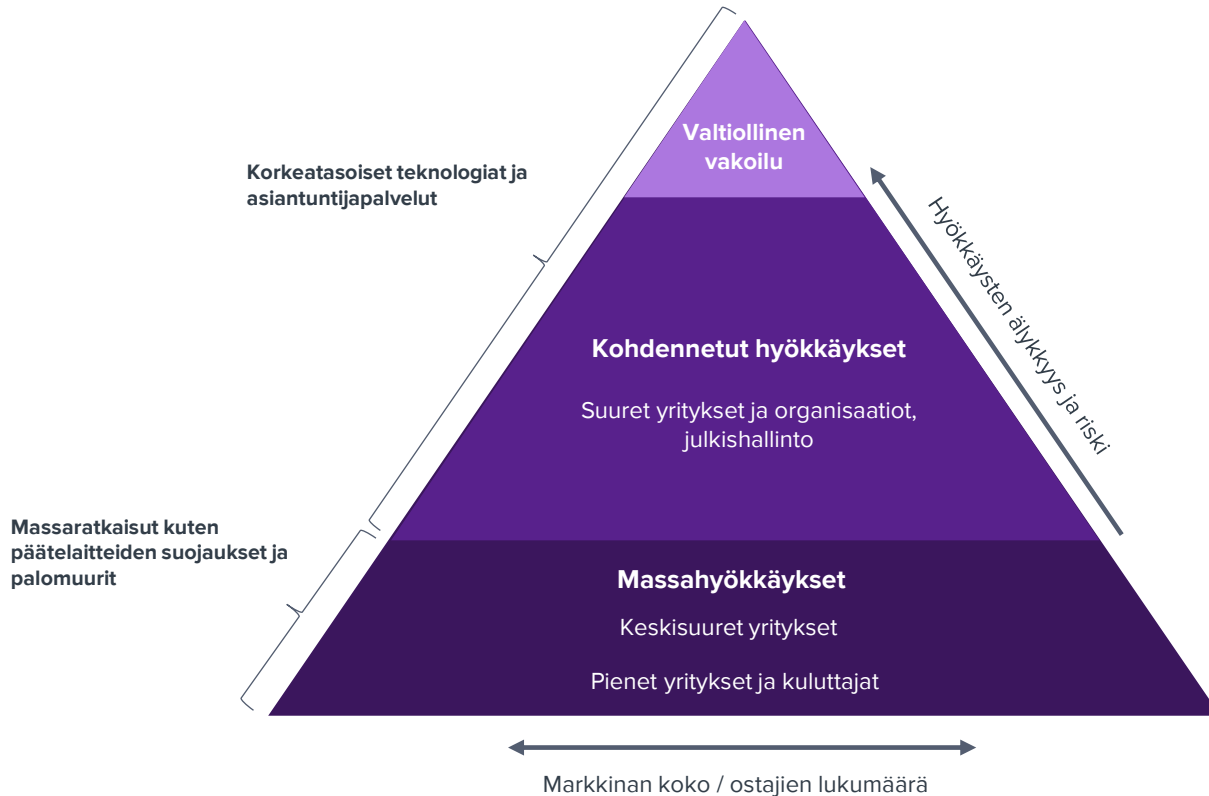


## Globaali kyberturvapalvelujen markkina, BUSD

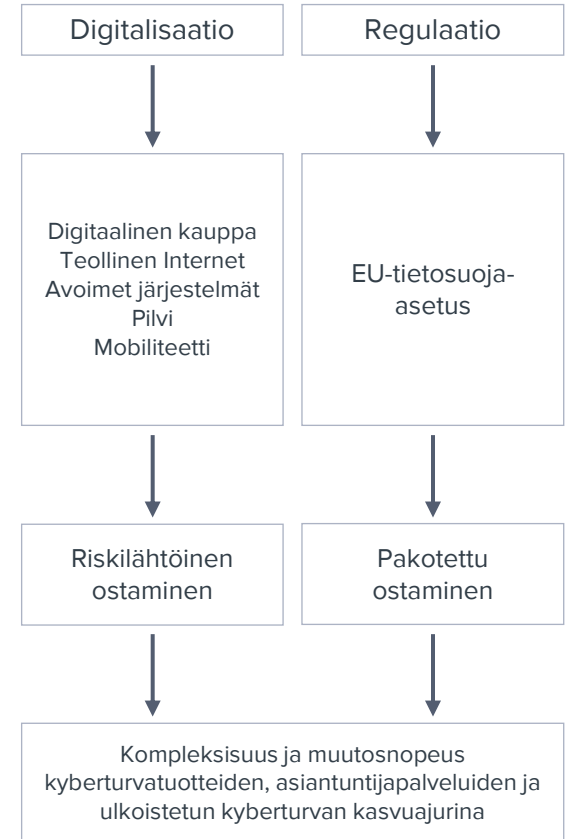


# Toimiala ja kilpailu – Turva 6/8

## Kyberturvamarkkinan jakautuminen ja toimintalogiikka



## Markkinan ajurit





# Toimiala ja kilpailu – Turva 7/8

## Toimiala konsolidoituu

Rakenteeltaan kyberturvamarkkina on hyvin hajanainen ja siellä toimii muun muassa tietoturvateknologiaan erikoistuneita yhtiöitä, IT-integraattoreita, kansainvälisiä konsulttitaloja sekä teleoperaattoreita. Hajanaista rakennetta mukaillen toimialalla on nähty historiallisesti myös runsaasti konsolidaatioliikkeitä. Arviomme mukaan tämä tulee myös tulevaisuudessa olemaan toimialan rakennetta ja siten myös kilpailukenttää muokkaava voima. Kyberturvamarkkinassa nähtyjen järjestelyjen teollisena logiikkana on tyypillisesti ollut se, että suuremmat toimijat ovat täydentäneet omia osaamisiaan ja kyvykkyyksiään pienempiä / kohdennetummin toimivia yhtiöitä ostamalla.

Viimeisten vuosien aikana eräänlainen toimialatason huolenaihe on kuitenkin ollut mahdollinen yli-investointitilanne. Mielestämme tätä huolta on jo osittain realisoitunut uusien toimijoiden markkinoille tuloa ja sitä kautta kiristynyttä kilpailutilannetta heijastellen. KyberturvatiETOisuus on kuitenkin jatkuvassa kasvussa ja ostaminen muuttuu sekä yhä liiketoimintalähtoisempään että strategisempaan suuntaan. Nämä tekijät voivatkin arviomme mukaan jossain määrin nostaa alalle tulon esteitä ja sitä kautta lievittää myös aikaisempien investointien aikaansaamia kilpailupaineita.

Loihteen näkökulmasta reippaasti kasvanut ja konsolidoitunut markkina on vaikeuttanut etenkin osajatilannetta (ml. saatavuus ja palkkainflaatio). Työntekijävaihtuvuus onkin ollut koko sektorilla vielä muita IT-konsultoinnin osa-alueita selkeästi korkeampi viime vuosina. Tämä on osittain

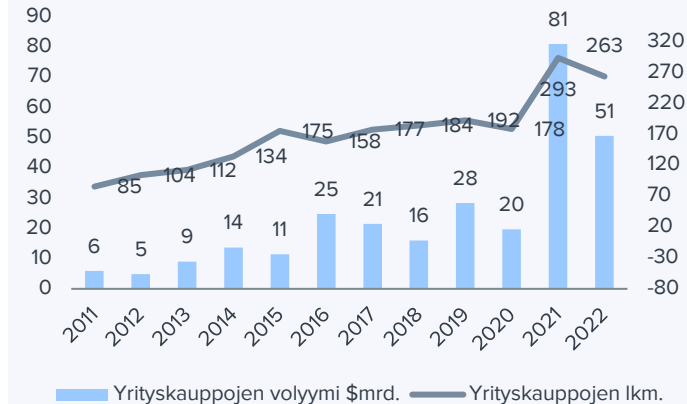
kiihdyttänyt yritysjärjestelyjä entisestään, sillä epäorgaaniset liikkeet on nähty rekrytointien korvikkeina. Monille toimijoille ne ovat olleet myös ainoita keinoja päästä kiinni markkinaan. Tuoteyhtiöillä arvonluontiteesi on puolestaan ollut hieman erilainen ja se on painottunut täydentävien teknologioiden, kulusynergioiden sekä tiettyjen mittakaavaetujen tavoitteluun. Emme odota järjestelyjen teollisten logiikoiden muuttuvan oleellisesti tulevien vuosien aikana. Tätä ja Loihteen vahvaa tasetta heijastellen uskomme yhtiön itsensä pysyvän jatkossakin ostajan roolissa.

## Kilpailua piisaa

Toimialan yleisesti ottaen hyvä kasvunäkymä on houkutelut markkinaan paljon kilpailua, mutta toisaalta alalle tulon kynnyks on pysytellyt kohtuullisen korkeana. Tämän taustalla on arviomme mukaan ollut sekä teknologioiden kompleksisuuden kasvu että uskottavuuden ja maineen tärkeys. Ensimmäistä syytä heijastellen rajatuilla resursseilla toimivat pienet yhtiöt ovat käytännössä pakotettuja operoimaan tietyillä erikoisalueilla. Tämä jättää pienemmät yhtiöt kuitenkin haastavaan rakoon, kun huomioidaan se, että asiakkaiden ostokäyttäytyminen on siirtymässä juuri laajempien kokonaisratkaisuiden ja ulkoistetun kyberturvan suuntaan.

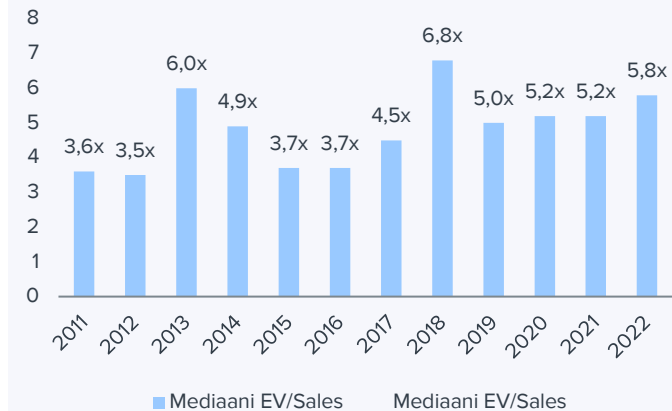
Arviomme mukaan toimialalle syntyy kuitenkin edelleen uusia kyberturvaan erikoistuneita toimijoita, minkä lisäksi monet selkeämmin IT-palvelumarkkinaan asemoituneet toimijat ovat laajentaneet omia tarjoamiaan kyberturvallisuuden alueelle. Uudet toimijat voivat kriittistä massaa tavoitellakseen vallata markkinaa hinnalla, mikä puolestaan voi nakertaa koko toimialan tulostasoa.

## Toimialan yritysjärjestelyt, Mrd. USD ja lukumäärä



Lähde: Momentum Partners, Inderes

## Yritysjärjestelyjen mediaani EV/Sales (LTM)



Lähde: Momentum Partners, Inderes

# Toimiala ja kilpailu – Turva 8/8

Yhtenä uusien tulokkaiden tuomana uhkana voidaan nähdä myös se, että nämä yhtiöt tarjoavat asiakkaille todellisuudessa puutteellisia kyberturvapalveluita. Myös tällainen tilanne voi johtaa toimialatason kate-eroosiota, sillä asiakkaiden voi olla vaikeaa tunnistaa palveluntarjoajien todellisia osaamisia ja tarjottujen ratkaisuiden luomia lisäarvoja.

## Loihteella toimintakelpoinen asema

Kilpailijoiden joukko on monisäikeinen ja se ulottuu Loihteen kaltaisista erikoistuneista yhtiöistä aina IT-palveluyhtiöihin. Useat suomalaiset IT-palveluyhtiöt, kuten Gofore, Netum ja Digia, ovat panostaneet vahvasti palvelualueelle viime vuosina. Kilpailua tulee kuitenkin myös kokonaan IT-sektorin ulkopuolelta, sillä markkinassa toimii esimerkiksi teleoperaattoreita, konsulttitaloja sekä joitain puolustusteollisuuden toimijoita (mm. Cassidian). Vaikka suomalainen kyberturvaosaaminen on vahvasti pinnalla, on kotimainen yhtiöjoukko kuitenkin pieni. Loihteen kanssa kilpailevia kotimaisia yhtiöitä ovat arviomme mukaan muun muassa Nixu, Netox ja Mintly sekä kooltaan selvästi pienemmät 2NS, Fraktal ja Silverskin.

IT-generalistit ovat puolestaan kiinnostuneita kyberturvan houkuttelevista mahdollisuuksista, minkä takia ne ovatkin Loihteelle hyvinkin relevantteja kilpailijoita. Suomessa erityisesti CGI, Capgemini ja TietoEvy ovat satsanneet kyberturvaan. IT-taloille on luontevaa tarjota kyberturvaa osana integraatio- tai ylläpitopalveluita, mikä on niille oleellinen vahvuus. Asiakkaat voivat kuitenkin olla joissain tilanteissa haluttomia lukittautumaan yhteen toimittajaan, minkä takia osa IT-taloista hyödyntää omissa

tarjoamisissaan juuri Loihteen kaltaisten erikoistuneiden yhtiöiden osaamisia.

Konsulttitalot kilpailevat Loihteen kanssa erityisesti neuvonantopalveluissa. Tällä saralla aktiivisia kotimaisia toimijoita ovat muun muassa Deloitte ja KPMG. Näiden toimijoiden keskeinen vahvuus liittyy mielestämme juridisiin resursseihin. Keskeisimpinä heikkouksina pidämme puolestaan sekä rajallista teknologista osaamista että vajavaista toimituskyvykkyyttä. Vaikka myös teleoperaattorit ovat osa kotimaista markkinaa, eroavat niiden toimintamallit kuitenkin Loihteen vastaavasta merkittävästi. Tyypillisesti operaattorit pyrkivät tuotteistamaan jatkuvia palveluita (mm. palomuurien ylläpito) suurille massoille ja valjastavat omat jakelukanavansa näiden palveluiden tarjoamiseen.

Tietoturvatuotteiden toimittajat ovat myös laajentuneet palvelumarkkinaa. Viime vuosina rajanveto tuote- ja palvelutoiminnan välillä on kuitenkin hämärtyneet tuote-yhtiöiden liiketoimintamallien murroksia heijastellen. Toisaalta samaan aikaan myös palveluyhtiöiden toimintamallit ovat siirtyneet perinteisestä resurssimyyntistä kohti jatkuvampaa teknologia-pohjaista palvelumyyntiä.

## Kestävät kilpailuedut kiven alla

Palveluyhtiöille pitkällä aikavälillä menestyminen edellyttää mielestämme sitä, että teknologista kehitystä kyetään jatkuvasti ennakoimaan ja muutoksiin kyetään reagoimaan omia osaamisia täydentämällä / hankkimalla. Tätä heijastellen palveluyhtiöiden on mielestämme hyvin vaikeaa luoda liiketoimintoihin rakenteellisia ja siten aidosti kestäviä kilpailuetuja.



## Valikoituja kyberturvakilpailijoita



Kyberturvapalveluihin ja IT-infraan erikoistuneet yhtiöt



IT-generalistit ja konsulttitalot joilla kyberturva osana kokonaistarjoamaa



Tuotetaloja ja niiden omat jakelukanavat

# IT-palvelumarkkina 1/8

## Iso kokonaismarkkina

Pohjoismaiden (Ruotsi, Norja, Suomi, Tanska) IT-palvelumarkkinan koko oli eri tutkimuslaitosten mukaan noin 25 miljardia dollaria vuonna 2019. Suomen IT-palvelumarkkinan on puolestaan arvioitu jakaantuvan noin 3,5 miljardin euron yksityiseen ja noin 1,1 miljardin euron kokoiseen julkiseen sektoriin. Vaikka markkinatutkimusten datapiste on jo useamman vuoden vanha, kuvastaa se markkinan olevan suuri ja tilaa riittää kasvaa seuraamillamme listatuilla yhtiöillä. Näkemyksemme mukaan markkina on kasvanut viime vuosina noin ennusteiden mukaista vauhtia eli markkina on arviomme mukaan noin 5,5 miljardin euron kokoluokassa.

IT-palvelumarkkinan määritelmään kuuluvia osa-alueita ovat esimerkiksi IT-konsultointi, ohjelmistokehityspalvelut, integrointi- ja käyttöönottopalvelut, ulkoistuspalvelut, ohjelmistojen ylläpito- ja tuki sekä IT-infrastruktuuripalvelut. IT-palvelumarkkinan ja sen euromääräisen koon määritelmä jatkaa kuitenkin hämärtymistään, kun IT:n ja teknologian rooli jatkaa digitalisaation myötä nousua konehuoneesta liiketoiminnan ytimeen eri toimialoilla. Siten IT-palveluyhtiöiden toimintakenttä risteää yhä vahvemmin uusien rinnakkaismarkkinoiden kanssa, joiden ei ole perinteisesti katsottu kuuluvan IT-markkinoihin. Näitä ovat esimerkiksi strategiakonsultointi, transformaatiojohtaminen ja palvelumuotoilu.

## Markkinan kasvua vetävät digitaaliset palvelut

Perinteisten palveluosa-alueiden odotetaan eri arvioiden mukaan kasvavan keskimäärin 2-4 % vuosivauhtia. Uusien digitaalisten palveluiden odotetaan kasvavan jopa 10 % vauhtia riippuen

osa-alueesta. Markkinan kasvua hidastavat perinteisten infra- ja vanhemman sukupolven ohjelmistoratkaisuiden laskevat kysynät. Lisäksi perinteiset IT-järjestelmät modernisoituvat, joka on luonut ikään kuin näiden kahden osa-alueen väliin nopeasti kasvavan alueen.

Palvelualueittain markkinaa nopeammin kasvavia osia ovat tutkimuksemme mukaan pilvipalvelut, transformaatiojohtaminen, data & analytiikka sekä tietoturva. Tietoevry odottaa pilvipalveluiden kasvavan 15 %, data & analytiikan 15 %, ydinohjelmistojen 10 % sekä automaatio ja DevOpsin 20 %. Näkemyksemme mukaan Tietoevry on parhaita toimijoita arvioimaan markkinoiden kehitystä Pohjoismaissa, koska yhtiöllä on laaja IT-tarjoama, se toimii useimmilla asiakassektoreilla ja omaa maantieteellisesti vahvan läsnäolon kaikissa Pohjoismaissa. Asiakassektoreittain Tietoevry kertoi odottavansa terveydenhuollon sektorin kasvavan keskimäärin 5-6 %, julkisen sektorin 4-5 %, energiasektorin 3-4 %, metsäteollisuuden 6-7 % sekä pankkipalveluiden ja maksuratkaisuiden 4-9 % vuosina 2020-2023.

Loihteen digitaalinen kehittäminen on kasvanut viimeiset 3 vuotta orgaanisesti yleistä markkinaa hitaammin. Kasvun arviointia kuitenkin vaikeuttaa viime vuosina toteutetut lukuisat yritysjärjestelyt. Vuonna 2022 kasvu kuitenkin kiihtyi noin sektorin keskimääräiselle tasolle, vaikkakin loppuvuosi oli vaikea.

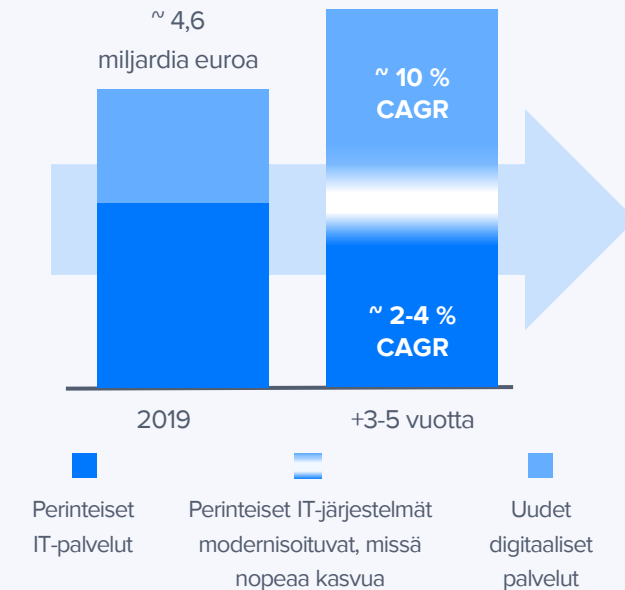
## Markkinan pitkän aikavälin kasvunäkymät

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

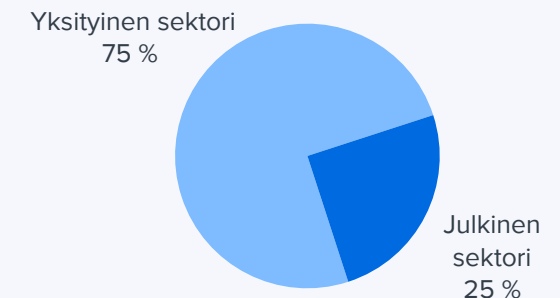
## Suomen IT-markkina, 2019, miljardia euroa



### Suomen markkina ja kasvukuva



## Markkinan jakauma ostajaryhmittäin, 2019, % markkinasta



# IT-palvelumarkkina 2/8

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

## IT-investointien muuttuva luonne jakaa markkinaa

Jatkuvasti voimistuva digitalisaatiomurros käynnisti IT-markkinalla 2010-luvulla uuden aikakauden, joka on jakanut markkinaa uusiksi ja synnyttänyt uusia toimijoita markkinalle. Digitalisaatiomurroksen ja kiihtyvän teknologian muutosvauhdin myötä IT:n ostaminen on muutoksessa, mikä edellyttää IT-yhtiöiltä kykyä sopeuttaa tarjontaa jatkuvasti.

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

Kysytyt osaamisalueet liittyvät kasvavassa määrin uusiin digitaalisiin palveluihin ja vähemmän taustajärjestelmiin. Markkinan murros loi voimakkaan kasvumahdollisuuden monille uuden aikakauden alkuperäisille toimijoille (mm. Futurice, Solita, Reaktor, Siili, Gofore ja Vinci), jotka ovat profiloituneet tarjoamiltaan uusien digipalveluiden kehittäjiksi. Perinteiset toimijat olivat aluksi hitaita mukauttamaan tarjoamiansa ja kulttuureitaan vastaamaan paremmin markkinan muuttuvaa ostokäyttäytymistä ja palvelualueiden kysyntää.

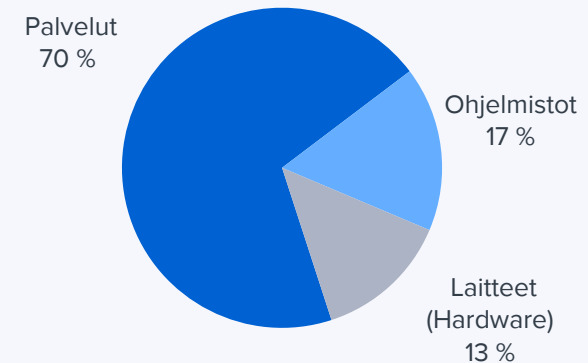
IT-palvelumarkkinan muutosta 2010-luvulla voidaan havainnollistaa yksinkertaistettuna

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

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

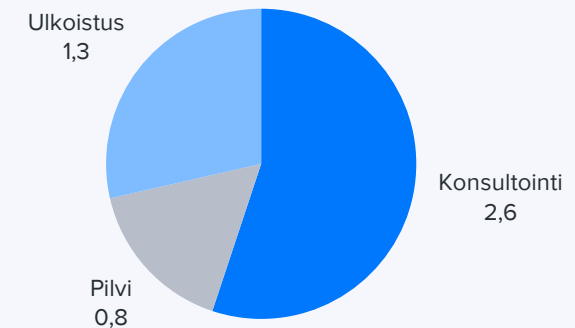
IT-palvelumarkkina on käynyt kuvatun murroksen myötä läpi merkittävän muutoksen viimeisen kymmenen vuoden aikana. Seuraavan kymmenen vuoden aikana markkinan muutosnopeus kiihtyy entisestään ja teknologian kompleksisuuden sekä nopean kehityksen takia muutosten ennustamisesta tulee yhtiöille vaikeampaa.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

Suomen IT-markkina, 2019, miljardia euroa



Lähde: Radareco Nordic Outlook 2019

Suomen IT-palvelumarkkina, 2019, miljardia euroa



Lähde: Radareco Nordic Outlook 2019

# IT-palvelumarkkina 3/8

## Markkinassa kolme erilaista aluetta

Olemme jakaneet IT-palvelumarkkinan kolmeen eri osioon seuraavasti:

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

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

**IT-alustojen markkina**, joka kattaa pääasiassa infrastruktuuripalvelut (paikallinen, hybridi ja pilvi) sekä ICT-ulkoistuksen. Tämä markkina on ollut lähinnä generalistien (kuten Tietoevry, Fujitsu) vahvuus ja alalle tulon kynnyks korkea, koska markkina on edellyttänyt skaalaetuja ja investointeja. Pilvimurroksen myötä markkinalla on kuitenkin käynnissä uusjako, mikä on synnyttänyt uusia nopeasti kasvavia toimijoita (kuten

Nordcloud ja Loihteen ostama Onrego) ja apajilla ovat myös monet keskisuuret IT-konsultit (kuten Gofore, Siili ja Enfo). Tällä markkinalla on nopeasti hiipuvia (paikallinen infra) ja rajusti kasvavia alueita (pilvialustat).

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

Viime vuosina näkyvin trendi markkinalla on ollut IT-talojen pyrkimys päästä kiinni asiakkuuksiin jo digitalisaatiohankkeiden suunnitteluvaiheessa, sillä yhden suunnittelutyötunnin myynti on tarkoittanut moninkertaista määrää ohjelmistokehitystuntien myyntiä. Monet toimijat pyrkivät vahvempaan asemaan arvoketjussa vahvistamalla neuvonantopalveluiden osaamista, jolloin IT-toimittaja ennemminkin johtaa hankkeita ja resursseja kuin pelkästään toimittaa niitä. Suuntaus on näkynyt markkinalla lukuisina yrityskauppoina. Lisäksi monet IT-konsultit pyrkivät laajentumaan strategiatason konsultointiin, joskin vaihtelevalla menestyksellä.

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

Yhteistä kaikkien keskisuurten ja suurten

toimijoiden strategioille on myös pyrkimys liiketoimintakriittisemmän kumppanin asemaan asiakkaissa. Pienten ohjelmistokehittäjätalojen osaaminen ja tarjonta ei tällöin yksinään ulotu riittävän syvälle asiakkaan IT-järjestelmiin ja prosesseihin. Tämä kehitys voi osaltaan kiihdyttää markkinan konsolidaatiota.

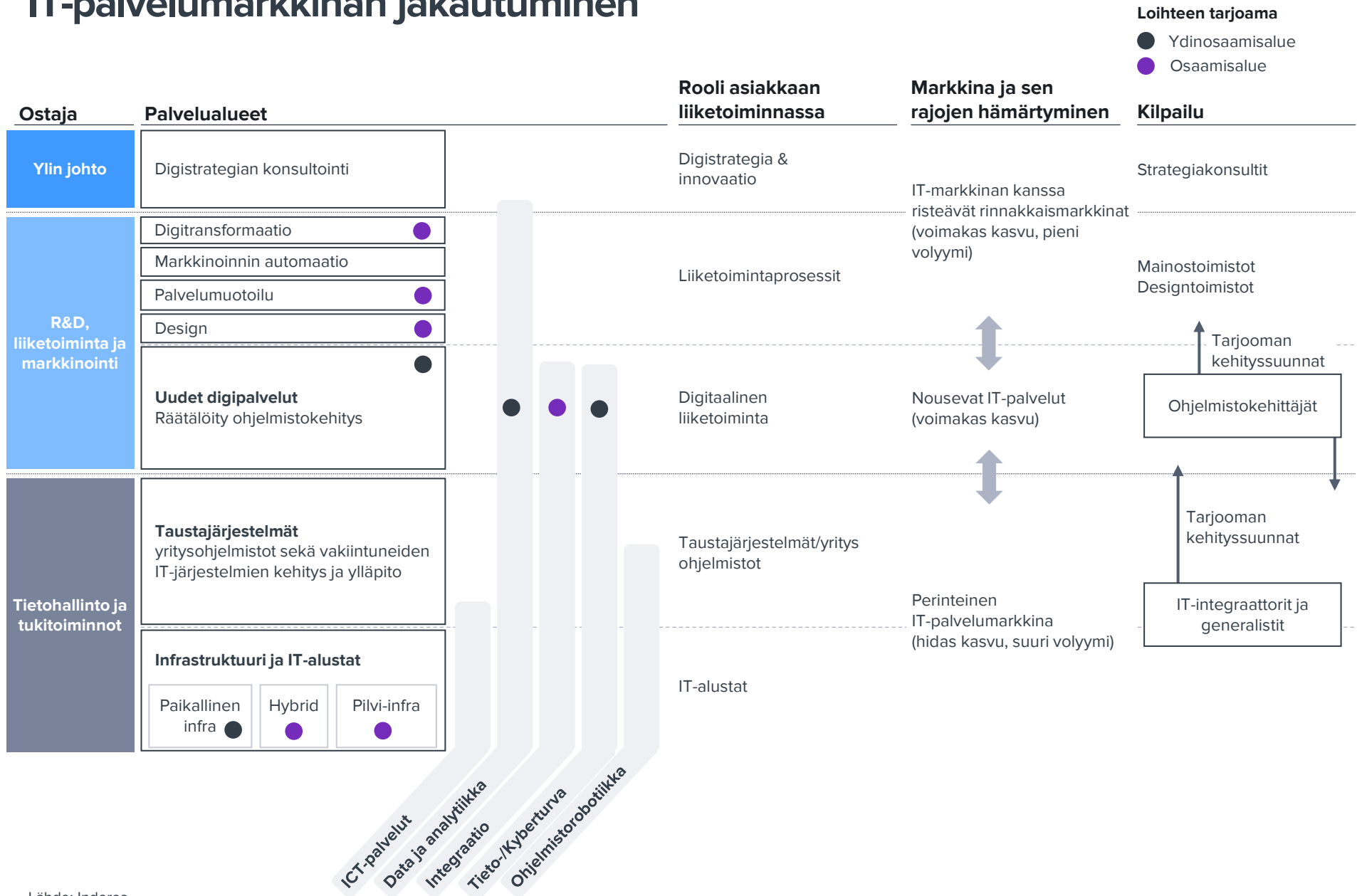
Näemmekin Suomen IT-palvelumarkkinan kehittyvän voimakkaammin suuntaan, jossa perinteisten ja uusien toimijoiden tiet risteävät ja raja uuden ja perinteisen IT:n välillä jatkaa hämärtymistään.

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

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

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

# IT-palvelumarkkinan jakautuminen



# IT-palvelumarkkina 4/8

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

## Trendit organisaatioiden IT-ostamisessa

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

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

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

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

Automaatio mahdollistaa tuottavuuden parantamisen, joustavuuden, skaalautuvuuden ja paremman laadun sekä asiakaskokemuksen ilman suuria ja kalliita järjestelmähankkeita. Useat sektorin yhtiöt ovat kehittäneet tai hankkineet kyseistä osaamista.

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

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

**Ukrainan sodan** suoria tai epäsuoria vaikutuksia yhtiöiden liiketoimintaan on nähty hyvin vähän, käytännössä ainoastaan Tietoevryn liiketoimintaan. Venäjän ja Valko-Venäjän kapasiteetin käytännössä poistuminen markkinoilta ja Ukrainan kapasiteetin vähentyminen on lisännyt muiden Eurooppalaisten maiden kysyntää. Isot organisaatiot ovat myös alkaneet arvioimaan tarkemmin ostopäätöksiään Euroopan ulkopuolelta.

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

**IT-markkinalla tehdään edelleen vähiten sitä,**

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

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

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

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

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

# IT-palvelumarkkina 5/8

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

**Halvimpien offshore-resurssien** merkitys kilpailutekijänä heikentyy jatkuvasti, sillä uusia digitaalisia palveluita on vaikea toteuttaa luotettavasti, riittävän nopeasti ja kustannustehokkaasti offshore-resursseilla. Ohjelmistorobotiikka heikentää edulliseen työvoimaan pohjautuvaa kilpailuetua. Lisäksi offshoren hintaetu on pienentynyt voimakkaamman palkkainflaation myötä. Tämä palauttaa IT-osaamisen kustannuskilpailuetua Eurooppaan. Häviäjiä ovat toimijat, joiden kilpailukyky on perustunut offshoren kustannustehokkuuteen. Hyötyjiä ovat toimijat, jotka pystyvät yhdistämään paikallisen läsnäolon ja saavuttamaan riittävän kustannustehokkuuden nearshore-resursseilla.

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

**IT:n hankkiminen suurina projekteina vähenee** edelleen ja siirtyy kohti pienempiä, iteroivia

prosesseja sekä jatkuvaa kehitystä. Häviäjiä ovat hidasliikkeiset projektiorganisaatiot. Hyötyjiä ovat toimijat, joilla on osaamista ketterään tuotantoon, kyky hallita useiden eri toimittajien palveluita sekä kyvykkyydet jatkuvien palveluiden tuottamiseen.

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

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

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

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

Näkemyksemme mukaan krooninen osaajapula ja asiakashintojen nousua voimakkaampi palkkainflaatio on yksi sektorin keskipitkän ja pitkän aikavälin keskeisistä haasteista. Tehokkuutta jatkuvasti parantamalla tämän yhtälön ratkominen käy ajan myötä yhä haastavammaksi. Erityisesti senioritason päässä on kyettävä erottautumaan muilla kuin palkkaan liittyvillä tekijöillä. Tällaisina tekijöinä pidämme muun muassa mielenkiintoisia asiakasprojekteja ja oman

urakehityksen kannalta hyvää työympäristöä. Osaajista on myös kyettävä pitämään kiinni ja henkilöstön vaihtuvuus minimoimaan. Osaajapulaa ollaan viime vuosina sektorilla ratkottu lisäämällä ja rakentamalla alihankintaverkostoja.

Palkkainflaatio on eri yhtiöiden kanssa käymiemme keskusteluiden perusteella ollut viime vuosina 2-6 % välillä osaamispainotuksesta riippuen. Tietoevryn palkkainflaatio oli keskimäärin 4 % vuonna 2022, mikä on sektorin muita kommentteja matalampi. Vuonna 2023 Tietoevry odottaa palkkainflaation olevan keskimäärin 4-5 %. Lyhyemmällä aikavälillä hidastunut kysyntätilanne voisi hillitä palkkainflaatiota, kun heikossa talousympäristössä vaihtuvuus tyypillisesti pienenee, mutta samanaikaisesti korkea inflaatio aiheuttaa lisäpainetta palkankorotuksille. Osittain tätä pyritään hillitsemään maantieteellisesti halvempaa työvoimaa käyttäen, mikä ei kuitenkaan pitkällä tähtäimellä ole kestävä ratkaisu ongelmaan. Goforen työehtosopimus, jossa palkankorotukset on sidottu kasvun ja kannattavuuden kehitykseen on mielestämme yksi keinoista hallita palkkainflaatiota.

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



# IT-palvelumarkkina 6/8

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

## Markkinan tulevilta voittajilta odottamamme piirteet

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

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

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

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

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

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

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

## Kilpailukykyyn lähteet markkinalla

- Uudistumiskyky
- Kyky rekrytoida
- Elinkaaritarjoama
- Kuumat osaamisalueet:
  - Transformaatiokyvykyky
  - Datan hyödyntäminen
  - Tietoturva
- Ketteryys ja nopeus
- Osaajien kyvykykydet (CV)

## Lisäarvo markkinalla

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

# IT-palvelumarkkina 7/8

## Yrityskaupat ja konsolidaatio sektorilla jatkuu

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

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

Pääosalla sektorin yhtiöistä on vahvat taseet ja

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

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

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

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

EVERYn sekä KnowITn ja Cybercomin fuusiossa nähtiin. Kiinnostava skenaario voisi olla kahden keskimarkkinan toimijan yhdistäminen vahvemmaksi haastamaan suuria generalisteja, kuten Bilotin ja Vincitin fuusio. Näkemyksemme mukaan yhdistymisessä tulisi olla selkeitä liikevaihtosynergioita ja kilpailuetua vahvistavia tekijöitä. Suomen markkinassa on näkemyksemme mukaan listaamattomia toimijoita, joiden osaamispainotus, maantieteellinen läsnäolo ja asiakasportfolio sopisivat yhteen listattujen toimijoiden kanssa. Loihteen seuraavan 10 vuoden arvonaluonnin kannalta olennaista on myös yhtiön rooli sektorin laajemmassa konsolidaatiossa, jossa yhtiö haluaakin olla mukana.

Selkeitä osaamisalueita, joita on viime vuosina hankittu tarjoaman vahvistamiseksi ovat neuvonanto, transformaatiojohtaminen, data ja analytiikka sekä robotiikkaa hyödyntävä automaatio-osaaminen. Kyberturvaa haluttaisiin, mutta ostokohteiden arvostukset ovat rajoittaneet nähdäksemme transaktioita. Järjestelyjä on tehty myös toimituskapasiteetin takia.

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

1=matalin, 5=korkein.

Lähde: Inderes arvio

# IT-palvelumarkkina 8/8

## Viimeisten tuloskausien huomiot

IT-palvelusektorin yhtiökohtaiset Q1-luvut ovat nähtävissä oikealla taulukosta. Keskeisiä huomioita sektorilta viime neljänneksiltä ovat:

- Orgaaninen kasvu kiihtyi hieman Q1'23:lla ja oli 10 % (Q4: 9 %), vaikka sektorilla kerrottiin edelleen asiakaskysynnän epävarmuudesta.
- Kannattavuus Q1:llä oli hyvä (mediaani 9 %) ja Q4:n tasolla. Kannattavuudet ylittivät odotukset pääosalla sektorin yhtiöistä.
- Vaihtuvuus on laskenut edelleen ja lähestyy jo useimmilla yhtiöillä ymmärryksemme mukaan normaaleja tasoja (~10 %).
- Koko IT-palvelusektorin Q1-yhteenveto katsottavissa [tästä](#) ja Q4-yhteenveto [tästä](#).

## Sektorin lyhyen aikavälin näkymät

IT-palvelusektorin yhtiökohtaiset 2023 ennusteet ovat nähtävissä oikealla taulukosta. Keskeisiä huomioita lyhyen aikavälin näkymistä:

- Odotamme asiakaskysynnän isossa kuvassa pysyvän melko hyvänä lyhyellä aikavälillä, mutta geopolitiininen tilanne ja talouden epävarmuus on nostanut epävarmuutta myös IT-palvelusektorilla, erityisesti yksityisen sektorin asiakaskunnassa.
- Isossa kuvassa voidaan osin sanoa, että kilpailu on siirtynyt ensimmäistä kertaa todella moneen vuoteen tekijöistä asiakkaisiin. Arvioimme tämän kuitenkin olevan väliaikaista.
- Nykyisessä ympäristössä voi olla vaikea viedä hinnankorotuksia läpi ja ne, jotka tekivät ne viime vuoden puolella, ovat hyvissä asemissa. Nyt hinnat ovat ymmärryksemme mukaan hetkellisesti jopa laskussa kiristyneen kilpailun takia joillain osa-alueilla, kuten

ohjelmistokehityksessä.

- Vaihtuvuus alkaa olemaan isossa kuvassa jo hyvillä tasoilla, eikä siitä samalla tavalla saada tukea kannattavuuteen, varsinkaan Q/Q.
- Laskeva vaihtuvuus ja asiakaskysynnän epävarmuus hillitsee todennäköisesti voimakkainta palkkainflaatiota. Odotammekin palkkainflaation myös maltillistuvan lyhyellä aikavälillä sektorin tasolla jossain määrin, kevään TES-korotuksien jälkeen. Osalla yhtiöistä vaihtuvuus jopa laskee palkkainflaatiota.
- Loppuvuonna kannattavuuteen vastatuulta antaa huhtikuun palkankorotukset. Q2:lla on yksi työpäivä vähemmän, mikä rajoittaa kannattavuutta.
- Tänä vuonna kasvun kannalta kriittistä onkin onnistumiset myynnissä ja luonnollisesti ne yhtiöt ovat vahvoilla, joissa tähän on panostettu jo aikaisemmin.
- Julkisesta sektorista on viimeisten vuosien aikana muodostunut hyvinkin houkutteleva markkina johtuen terveestä, ennustettavasta ja kasvavasta kokonaiskysynnästä. Vaikka hallituksen muodostaminen voi hetkellisesti vaikuttaa uusiin kilpailutuksiin on markkina isossa kuvassa edelleen houkutteleva toimittajan kannalta.
- Kokeneemman pään rekrytoinneissa erilaiset palkkamallit ovat vahvuus, koska osaajat arvostavat eri asioita. Monet ovat rekrytoineet myös nuorempia osaajia ratkoen tällä tavalla osaajapulaa ja palkkainflaatiota.
- Alihankintaa antaa arvokasta joustavuutta liiketoimintaan nykyisessä asiakasepävarmuudessa.

|                   | Q1'23 | Kasvu, % | Orgaaninen kasvu, % | EBIT-% oik. Q1'23 | EBIT-% oik. Q1'22 |
|-------------------|-------|----------|---------------------|-------------------|-------------------|
| <b>Digia</b>      |       | 18 %     | 11 %                | 9,7 %             | 12,1 %            |
| <b>Gofore</b>     |       | 39 %     | 32 %                | 16,9 %            | 14,4 %            |
| <b>Innofactor</b> |       | 19 %     | 11 %                | 8,8 %             | 8,2 %             |
| <b>Lohde</b>      |       | 13 %     | -2 %                | -6,1 %            | 2,5 %             |
| <b>Siili</b>      |       | 15 %     | 10 %                | 9,4 %             | 11,9 %            |
| <b>Solteq</b>     |       | -12 %    | -14 %               | -1,0 %            | 7,0 %             |
| <b>Tietoevry</b>  |       | 2 %      | 8 %                 | 12,3 %            | 12,0 %            |
| <b>Vincit</b>     |       | 59 %     | 10 %                | 8,6 %             | 10,4 %            |
| <b>Witted</b>     |       | 48 %     | 19 %                | -0,9 %            | 3,2 %             |
| <b>Keskiarvo</b>  |       | 22 %     | 9 %                 | 6,4 %             | 9,1 %             |
| <b>Mediaani</b>   |       | 18 %     | 10 %                | 8,8 %             | 10,4 %            |

Lähde: Yhtiöt ja Inderes.

|                           | 2023e (Q1-raportin jälkeen) |                     |             | 2022        |
|---------------------------|-----------------------------|---------------------|-------------|-------------|
|                           | Kasvu, %                    | Orgaaninen kasvu, % | EBIT-% oik. | EBIT-% oik. |
| <b>Digia</b>              | 11 %                        | 7 %                 | 10,3 %      | 9,2 %       |
| <b>Digital Workforce*</b> | 19 %                        | 17 %                | 3,2 %       | -7,0 %      |
| <b>Gofore</b>             | 28 %                        | 20 %                | 15,0 %      | 14,5 %      |
| <b>Innofactor</b>         | 12 %                        | 8 %                 | 7,6 %       | 7,1 %       |
| <b>Lohde</b>              | 13 %                        | 3 %                 | 6,6 %       | 3,2 %       |
| <b>Netum*</b>             | 23 %                        | 10 %                | 10,4 %      | 8,7 %       |
| <b>Siili</b>              | 12 %                        | 8 %                 | 10,0 %      | 9,8 %       |
| <b>Solteq</b>             | -12 %                       | -1 %                | -0,1 %      | 0,7 %       |
| <b>Tietoevry</b>          | 3 %                         | 7 %                 | 13,3 %      | 13,0 %      |
| <b>Vincit</b>             | 27 %                        | 7 %                 | 8,4 %       | 6,1 %       |
| <b>Witted</b>             | 36 %                        | 17 %                | 1,0 %       | 0,5 %       |
| <b>Keskiarvo</b>          | 15,6 %                      | 9,3 %               | 7,8 %       | 6,0 %       |
| <b>Mediaani</b>           | 13,0 %                      | 8,0 %               | 8,4 %       | 7,1 %       |

Lähde: Inderes, \*H2 jälkeen, Goforen ennuste huhtikuun liiketoimintakatsauksen jälkeen

# Sektorin yrityskauppoja pohjoismaissa

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

# Kilpailukenttä 1/5

## Kilpailijoita kolmessa tasossa

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

Ensimmäisessä kerroksessa operoivat suuret kansainväliset IT-generalistit, jotka eri markkinalähteiden mukaan pitävät hallussaan noin 50 % markkinaosuutta. Tällaisia globaaleja jättejä ovat esimerkiksi Tietoevry, CGI, Fujitsu, Accenture ja CapGemini. Toisessa kerroksessa toimivat yhtiöt ovat puolestaan kokoluokaltaan noin 20-150 MEUR:n liikevaihtoluokassa olevia toimittajia ja näiden yhteenlasketuksi markkinaosuudeksi on arvioitu noin 30 %. Kolmas kerros ja siten markkinan loppuhäntä kuuluu sen sijaan kooltaan pienemmille ja alle 200 henkeä työllistävälle ratkaisutaloille.

## Loihteen kilpailijat

Loihteen kohtaama kilpailu on arviomme mukaan varsin eläväistä. Mikä tarkoittaa, että yhtiöllä ei ole näkemysemme mukaan yhtä yksittäistä ja selkeää kilpailijaa, vaan kulloinenkin asetelma riippuu muun muassa tarvittavasta osaamisesta, ratkaistavan ongelman luonteesta ja asiakkaan omasta kokoluokasta. Yhtiön kokoa heijastellen kovimmat kilpailijat tulevat kuitenkin keskisuurten toimijoiden joukosta, vaikka luonnollisesti joitain suurien julkisten kilpailutusten taistoja käydään suurten IT-generalistien ja jossain määrin myös asiakkaiden omien IT-resurssien kanssa.

Generalisteista Loihteen kilpailijoita ovat arviomme mukaan esimerkiksi CGI ja Accenture. Näitä toimijoita vastaan on käytännössä mahdotonta

erottautua omalla tarjoamalla tai toimituskyvyllä. Loihteen kaltaisen pienen toimijan onkin löydettävä kilpailukykyä etenkin ketteryydestä, joustavuudesta sekä syvemmästä asiakassitoutumisesta. Nämä ominaisuudet korostuvat erityisesti kooltaan pienemmissä asiakkuuksissa, joista suuret generalistit eivät lähtökohtaisesti ole niin kiinnostuneita.

Keskisuurista yhtiöistä Loihteen keskeisimpiä kilpailijoita erityisesti digipalveluiden kehityksen puolella ovat arviomme mukaan Vincitin, Solitan, Siilin, Goforen ja Wittedin kaltaiset yhtiöt. Näihin toimijoihin Loihte pyrkii tekemään pesäeroa datan ja analytiikan (ml. tekoäly) fokuksellaan sekä konsernin sisällä olevia kyvykkyyksiä kuten kyberturvallisuuskulmaa hyödyntämällä. Joitain taistoja Loihte käy myös liikkeenjohdon konsulttien kuten KPMG:n, PwC:n ja Deloitteen kanssa. Näiden lisäksi kilpailua käydään pienten ja tietyille erikoisalueille keskittyneiden toimijoiden kanssa. Osa näistä toimijoista kuuluu arviomme mukaan kuitenkin Loihteen alihankintaverkostoonkin, eikä niitä siten voida laskea pelkiksi suoriksi kilpailijoiksi.

## 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.



## Kilpailukentän dynamiikka



# LOIHDE

\*Keskisuurista yhtiöistä löytyy myös kansainvälisiä tai kansainvälistyviä yhtiöitä kuten Gofore, Silli ja Vincit  
Lähde: Inderes

# Kilpailukenttä 2/5

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

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

Koska toimialan ansaintalogiikka on pääomakevyttä ja henkilöintensiivistä, myös alalle tulon kynnykset ovat yleisesti ottaen matalia. Monet IT-palvelumarkkinan uudet toimijat ovatkin syntyneet vakiintuneista IT-toimittajista yrittäjiksi lähteneiden osaajien perustamina. Pienempien toimijoiden suurimpana heikkoutena on

mielestämme se, että ne usein jäävät arvoketjussa jumiin ja joutuvat palvelemaan loppuasiakkaita vain osana alihankintaverkostoa. Tästä johtuen pienet yhtiöt eivät välttämättä kykene tarjoamaan kunnianhimoisille osaajille riittävän mielenkiintoisia urapolkuja, mikä samalla vaikeuttaa sekä oman liiketoiminnan kasvattamista ja arvoketjuaseman kohentamista. Osaajakilpailussa pienten yhtiöiden keskeisimmät valtit ovatkin tyypillisesti kulttuurisidonnaisia.

## Kilpailuetuja rakennettava jatkuvasti

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



## Loihteen kilpailutekijät

### Vahvistavat tekijät

- Liiketoimintojen itsenäisten ketteryyksien ja konsernin laajuisen tarjoaman yhdistäminen (mm. kyberturvallisuus)
- Kyky olla mukana digistrategian suunnittelun varhaisesta vaiheesta aina transformaation jälkeiseen aikaan
- Kova ydinosaminen vahvasti kasvavan datan ja analyytiikan alueelta
- Monipuolisten urapolkujen hyödyntäminen osaajamarkkinassa

### Heikentävät tekijät

- Suuria ja kustannustehokkailta offshore-resursseilla toimivia IT-generalisteja heikompi toimituskyky etenkin korkeamman riskitason hankkeissa
- Pienempien toimijoiden ketterämmät olomuodot
- Ohjelmistokehityksen rakenteellisesti matalat alalle tulon kynnykset
- Tunnettuus osaajamarkkinassa ja suhteellisen nuori liiketoimintakokonaisuus

# Kilpailukenttä 3/5

## Vertailuryhmän kasvu ja kannattavuus

Tarkastelemme seuraavan sivun kuviossa listattujen sekä listaamattomien suomalaisten ja muiden Pohjoismaisten IT-palveluyhtiöiden kasvua ja kannattavuutta sekä taulukossa sivulla 59. Vertailussa on mukana lisäksi joitain Yhdysvaltalaisia alan toimijoita, jotka toimivat globaalisti ja joilla on merkittävä rooli Euroopan markkinalla sekä Iso-Britannialainen Kainos. Osalta yhtiöistä emme saaneet vielä vuoden 2022 lukuja.

Vertailuryhmän kasvu vuositason 2018-2022 on ollut keskimäärin noin 21 %, mitä selittää markkinan kasvu, monien pienten toimijoiden nopea orgaaninen kasvu sekä yrityskaupat. Voimakkaimmin kasvaneet yhtiöt ovat laajentuneet niin yritysostoin kuin myös orgaanisesti. Lohde on myös vauhdittanut kasvuaan yritysostoilla. Vahvoja orgaanisia kasvujia ovat olleet mm. Witted, Luoto, Gofore, Sulava, Siili, Vincit, Futurice, Netum, Reaktor, Bouvet ja Netcompany. Hitaimmin ovat kasvaneet suuremmat toimijat, jotka ovat kärsineet markkinan murroksesta (kuten Tietoevry ja CGI).

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

2021 orgaanisen kasvuvauhdin hidastumisena. Selkeä erottuva yhtiö on tanskalainen Netcompany, joka yli 3 500 osaajasta huolimatta pystyy kasvamaan palveluliiketoiminnassa orgaanisesti ~20 % vuosivauhtia ja yli 25 %:n EBITDA-marginaalia. Lisäksi Goforen orgaaninen kasvu on jopa kiihtynyt viime vuosina.

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

Kannattavuuden ja kasvun yhdistelmää viiden vuoden ajalta vertailemalla markkinassa erottuvat muutamat toimijat ylitse muiden. Tähtipelaajien lokeroon asetuvat suomalaisista yhtiöistä Gofore, Solita, Netum ja sekä tanskalainen Netcompany, isobritannialainen Kainos, norjalainen Bouvet ja Yhdysvaltalaiset Globant, Endava sekä Epam. Lisäksi Reaktor olisi tähti-lokerossa ilman Witted Spinoffia ja Luoto Company voitaisiin laskea tähti-lokeroon sen erittäin vahvan kannattavan kasvun myötä (joskin pieneltä lähtötasolta: 3,5 MEUR).



## Kasvuajurit

### Pitkä aikaväli

- Digitalisaatio kiihdyttää ja kasvattaa markkinaa
- IT:stä tulee yhä keskeisempi osa yhtiöiden liiketoimintaa ja strategiaa
- IT-palvelumarkkinan määritelmä laajenee
- Kansainvälistyminen ja near-shoren kasvattaminen
- Yritysostot

### Lyhyt aikaväli

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



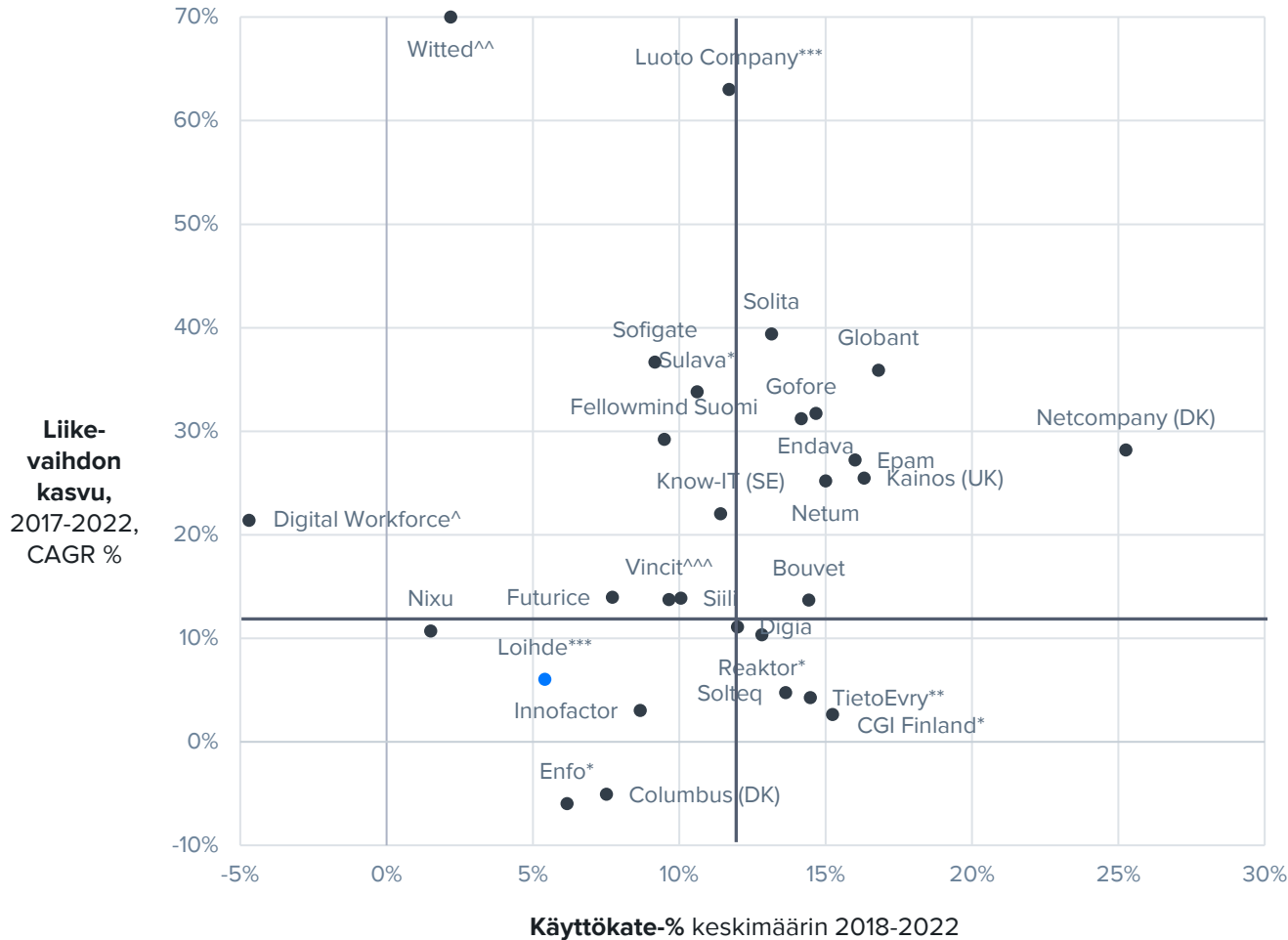
## Kannattavuusajurit

### Lyhyt aikaväli

- Laskutusasteet
- Vaihtuvuuden hallitseminen
- Palkkainflaation hillitseminen
- Tehokkuuden parantaminen

# Kilpailukenttä 4/5

## Kilpailijoiden taloudellinen kehitys 5v



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

\*vuodet 2017-2021

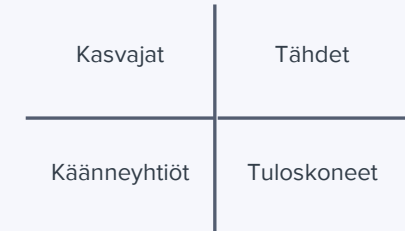
\*\*Sisältää Tiedon ja Evryn itsenäiset luvut ensin vuosilta 2017-2020

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

^Käyttökate-% -10,7 %; ^ kasvu 88 %; ^^Vincitin ja Bilotin konsolidoidut luvut



## Kilpailukentän profiili



### Tähdet

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

### Kasvajät

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

### Tuloskoneet

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

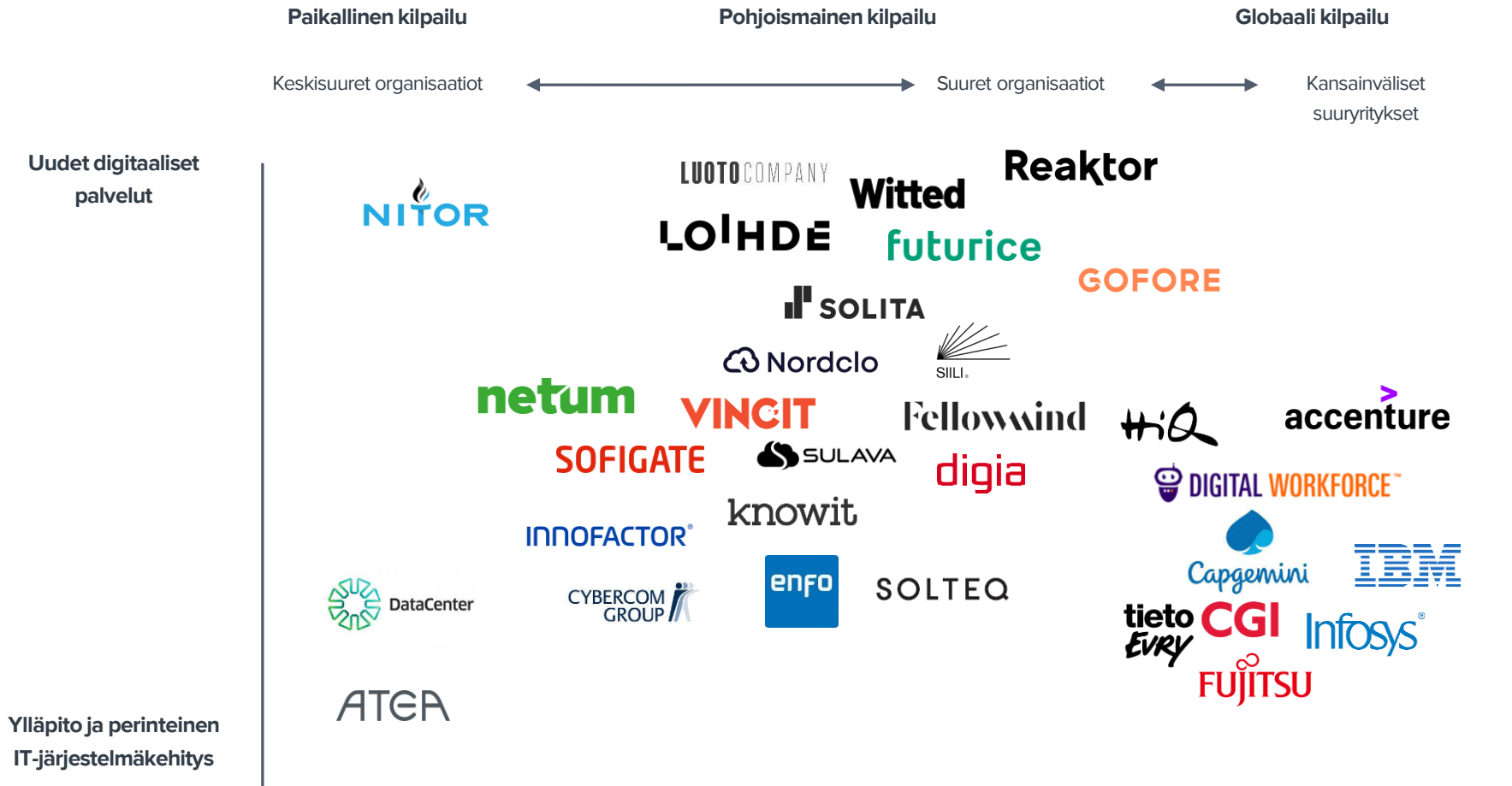
### Käänneyhtiöt

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



# Kilpailukenttä 5/5

Suomen markkinarakenne asiakaskoon ja palvelualuekohtaisen asemoitumisen perusteella



# Strategia 1/2

## Markkinat tarjoavat hyvät edellytykset organisen kasvustrategian toteuttamiseen

Alla olevien liiketoimintojen kasvunäkymät ovat terveitä, mikä yhdessä koko tarjoaman kanssa luo hyvät edellytykset organisiselle kasvulle. Arviomme mukaan kyberturvallisuus ja uudet digitaaliset palvelut ovat kasvun painopistealueita. Pidämme tätä loogisena valintana, sillä näiden alueiden kysyntäajurit ovat sekä vahvoja että pitkälle katsovia ja sisäiset ristiinmyyntimahdollisuudet houkuttelevia.

Mielestämme strategian toteuttaminen kiteytyy juuri toimintojen välisten synergia potentiaalien tehokkaaseen ulosmittaamiseen. Mikäli tässä ei onnistuta, jäävät nykyiset liiketoiminnat vain itsenäisiksi tulosyksiköiksi ja konsernin arvontuontikyky osiensa summaa pienemmäksi.

Loihteen tavoitteena on yltää yritysostot huomioiden keskimäärin yli 10 % vuotuisen liikevaihdon kasvuun. Pidämme tätä realistisena, kun huomioidaan sekä nykyisten liiketoimintojen organiset mahdollisuudet että erittäin vahvan taseen sisältämä liikkumatila.

## Yritysostot

Loihteen kohdemarkkinoiden rakenteet ovat hajanaisia, mikä tarjoaa hyvän alustan yritysostovetoisen kasvun kartoittamiselle.

Yritysostoin tapahtuvan kasvun teollisena logiikkana on uusien kyvykkyyksien hankkiminen, palvelualueiden vahvistaminen sekä asiakasportfolion laajentaminen. Tätä mukaillen uskomme ostokohteen rakenteellisen sopivuuden olevan tärkein yksittäinen kriteeri (ts. ei etsitä vain irrallisia palasia tuovia järjestelyjä).

Fyysisessä turvassa Loihte näkee kiinnostavana nichenä ilmoituksen siirto –markkinalla toimivat yhtiöt, josta tarttuikin haaviin Hämeen Lukko. Muuten markkina on jo kohtuullisen loppuun kaluttu Loihteen näkökulmasta, sillä sen maantieteellinen peitto ja kokoluokka ovat jo riittävät. Yleisesti Loihte on kiinnostunut yhtiöstä, joilla olisi potentiaalia vaikuttaa suhteelliseen kannattavuuteen positiivisesti. Digitaalisessa turvallisuudessa kokoluokan kasvu on myös yksi yritysostojen motivaatioista, koska Loihteen oma kyberturvaoperaatio hyötyisi isommasta skaalasta. Näin ollen kiinnostavia lisäyksiä olisivat Loihteen samoilla palvelualueilla toimivat yhtiöt.

Yritysostojen kassavirtaprofiili on tyypillisesti heti positiivinen (vrt. organinen rekrytointi ja laskutusasteen asteittainen nosto) ja ne tuovat siten myös nopeita kasvutuloksia. Arviomme mukaan Loihte ei kategorisesti sulje pois heikolla kannattavuustasolla olevia yhtiöitä. Tällaisten yhtiöiden on kuitenkin tuotava konserniin selkeää keihäänkärkiosaamista ja sitä kautta laskettava heikon tulostason kääntämiseen liittyvää riskitasoa. Lisäksi osto-hintojen on oltava tällaisissa liikkeissä tarpeeksi matalia.

Liiketoimintojen kohdemarkkinat ovat konsolidoituneet vauhdilla, ollen kuitenkin yhä hajanaisia. Uskomme tämän jatkuvan myös tulevaisuudessa eri kokoisten ja osaamisalueisiin keskittyneiden yhtiöiden hankkiessa uusia ja / tai täydentäviä kyvykkyyksiä rakenteisiinsa. Tämän kehityksen tulisi tarjota myös Loihteelle järjestyviä mahdollisuuksia niin oman kokoluokan kasvattamiseen, valittujen osaamisten hankkimiseen, uusille markkinoille laajentamiseen kuin riskiprofiiliin laskemiseenkin.

## Viimeaikaiset merkittävimmät yritysostot



### Pilviteknologioiden palveluyhtiö

- Sopii hyvin yhteen sekä digitaalisen kehittämisen, että turvaliiketoiminnan kanssa pilviympäristöjen tullessa osaksi kaikkea digitaalista liiketoimintaa
- Pilviympäristön hallintapalvelu toi uuden jatkuvan liikevaihtoeuran
- Liikevaihto 2021: 7,1 MEUR (IFRS ~3,5 MEUR)
  - Vuosittainen kasvu 2018-21: 35 %
  - EBITDA: 6,8 % (IFRS: 13,7 %)
- EV/EBITDA: 8,6x



### Fyysisen turvallisuuden palveluyhtiö

- Vahvisti fyysisen turvallisuuden liiketoimintaa erityisesti pääkaupunkiseudulla
- Pilviympäristön hallintapalvelu toi uuden jatkuvan liikevaihtoeuran
- Liikevaihto 2021: 14,4 MEUR
  - Vuosittainen kasvu 2019-21: 7 %
  - EBITDA keskimäärin 2019-21: 4,3 %
- EV/EBITDA: ~11x



### Talent Base

### Tiedolla johtamisen palveluyhtiö

- Vahvisti digitaalista kehittämistä kuumalla tiedolla johtamisen palvelualueella
- Mahdollisti paremmin kokonaisvaltaiset hankkeet
- Liikevaihto 5/2021 LTM: 7,4 MEUR
  - EBITDA-% 5/2021 LTM: 15 %
- EV/EBITDA: ~9x

# Strategia 2/2

Yhtiö on viimeisten vuosien aikana toteuttanut näiden logiikoiden mukaisia yritysjärjestelyjä, ja arviomme mukaan erityisesti viimeisimmät niistä ovat olleet melko onnistuneita. Kauempiana historiassa kaikki järjestelyt eivät nähdäksemme ole olleet omistaja-arvoa luovia huomioiden heikot pääomantuottoluvut. Nykyistä terävämpää fokusta ja vahvan taseen tuomaa liikkumatilaa heijastellen pidämme epäorgaanisten liikkeiden odotusarvoa positiivisena. Etenkin kun huomioidaan jäähtymään päin olevat arvostustasot yritysostomarkkinalla.

## Taloudelliset tavoitteet ovat realistiset, mutta vaativat töitä

Loihteen tavoitteena on ylittää yli 10 % oikaistuun IFRS-standardin mukaiseen käyttökatteeseen. Nykyisten liiketoimintojen peruskannattavuudet eivät mielestämme aseta rakenteellisia esteitä asetetun marginaalitavoitteen saavuttamiselle.

Tavoitteen saavuttamisen oleellimmat ajurit liittyvätkin laskutusasteiden hallintaan, liiketoimintojen tehokkuusparannuksiin sekä konsernikulujen skaalautumiseen. Ansaintalogiikkaa heijastellen tavoitteen saavuttaminen ei ole suoraan sidonnainen kasvulle. Oleellisempia ajureita ovatkin laskutusasteiden hallinta ja nykyisestä kulutehokkuudesta kiinni pitäminen.

## Syksyn uusi strategia määrittää voitonjaon

Loihde pyrkii maksamaan vähintään 30 % tilikauden voitosta osinkoina. Liiketoimintojen kassavirtaprofiilit ovat hyviä, eikä toiminta ja kasvu

(pl. yritysostot) sido valtavia määriä pääomia. Täten voitonjakopolitiikan ei pitäisi viedä yhtiötä tilanteeseen, jossa osinkoja maksettaisiin menetettyjen pidemmän aikavälin mahdollisuuksien kustannuksella.

Loihde harkitsee tällä hetkellä strategisia valintojaan, ja yhtiökokous on valtuuttanut hallituksen 1,0 euron lisäosingon jakamiseen, mikäli tämä sopii uuden syksyllä julkaistavan strategian pääomatarpeisiin. Tämä olisi merkittävä strateginen muutos pääomanallokoinnissa suhteessa aiemmin kommunikoituun vahvasti yritysostovetoiseen pääoman allokontiin. Ylikapitalisoituneen taseen purkaminen osinkopolitiikkaa vahvemmin laskee nähdäksemme sen allokontiin liittyvää riskiä. Nykyisen kassan mahdollistamat suuret järjestelyt olisivat mielestämme viime aikoina toteutettuja pienempiä järjestelyjä riskisempiä.



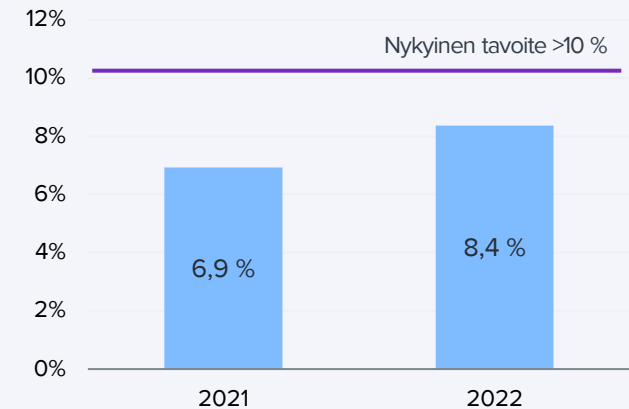
## Taloudelliset tavoitteet

**Liikevaihto:** Keskimäärin yli 10 % vuotuinen liikevaihdon kasvu sisältäen mahdolliset yritysostot.

**Kannattavuus:** Yli 10 % oikaistu EBITDA-marginaali IFRS-standardin mukaan laskettuna.

**Osinkopolitiikka:** Vähintään 30 prosenttia Loihde-konsernin tilikauden tuloksesta.

EBITDA-tavoite ja toteuma, oik. EBITDA-%



# Loihteen viimeaikaiset yritysostot ja -myynnit

| Pvm     | Järjestely | Yhtiö                           | Segmentti | Liiketoiminta   | MEUR | MEUR                    | EBITDA-% | EV/EBITDA | EV/S        | Henkilöstö |
|---------|------------|---------------------------------|-----------|---|------|-------------------------|----------|-----------|-------------|------------|
|         |            |                                 |           |   | EV   | Liikevaihto             |          |           |             |            |
| 4/2023  | Hankinta   | Hämeen Lukko                    | Turva     | Lukitus ja sähköinen turvatekniikka                   | 2,4  | 5,2                     | 10,0 %   | 4,6x      | 0,46x       | 22         |
| 11/2022 | Hankinta   | Onrego                          | DiKe      | Pilviympäristön palvelut                              | 4,3  | 7,1 (3,5 <sup>^</sup> ) | 6,8 %    | 8,6x      | 0,6x (1,2x) | 30         |
| 5/2022  | Hankinta   | Turvakolmio Group               | Turva     | Turvateknologia ja rakenteellinen turva               | 6,9  | 14,4                    | 4,2 %    | 11,4x     | 0,48x       | 98         |
| 1/2022  | Myynti     | -                               | Turva     | Kuituverkkojen hallintointi ja rakentaminen           | 4,7  | 0,7                     | -        | -         | 6,7x        | 0          |
| 6/2021  | Myynti     | -                               | Turva     | Hälytyskeskusliiketoiminta                            |      |                         |          |           | x           | 15         |
| 2/2021  | Myynti     | Hibox Systems                   | DiKe      | TV-ohjelmistopalvelut                                 | 6,6  | 5,4                     | -        | -         | 1,2x        | 36         |
| 6/2021  | Hankinta   | Talent Base                     | DiKe      | Tiedolla johtaminen ja data & analytiikka             | 10   | 7,4                     | 15,0 %   | 9,0x      | 1,4x        | 57         |
| 2/2019  | Hankinta   | Spellpoint                      | Turva     | Identiteetin ja pääsynhallinnan palvelut              |      | 3,1                     | 12 %*    |           |             | 26         |
| 10/2018 | Myynti     | AB Sappa                        |           | TV- ja laajakaistaoperaattori                         | -    | -                       | -        |           |             |            |
| 8/2018  | Hankinta   | Proteco-Turvatekniikka          | Turva     | Turvateknologia                                       |      |                         |          |           |             |            |
| 8/2018  | Hankinta   | Ymon                            | Turva     | Tietoturva ja tietoverkkopalvelut                     |      | 2,8                     | 9,0 %*   |           |             | 20         |
| 3/2018  | Hankinta   | BitFactor                       | DiKe      | Ohjelmistokehitys                                     |      | 14                      | 17,0 %   |           |             | 150        |
| 12/2017 | Hankinta   | Eximia Business Intelligence*** | DiKe      | Datan & Analytiikan palvelut                          |      |                         |          |           |             | ~30        |
| 8/2017  | Hankinta   | Nordic LAN & WAN                | Turva     | Tietoturva- ja tietoverkkopalvelut ja kiinteistöturva |      | 21                      | 10,9 %   |           |             | ~82        |
| 5/2017  | Myynti     | Viria Link Oy                   |           | Televerkkojen rakentaminen ja kunnossapito            |      |                         |          |           |             | 128        |
| 5/2017  | Hankinta   | Aureolis*                       | DiKe      | Datan & Analytiikan palvelut                          |      | 6,8                     | 20,0 %   |           |             | ~100       |
| 5/2017  | Hankinta   | Mikkelin Lukko & Avain          | Turva     | Lukitus ja sähköiset turvajärjestelmät                |      |                         |          |           |             | 6          |
| 6/2016  | Hankinta   | Tansec                          | Turva     | Ilmoituksensiirtojärjestelmät                         |      |                         |          |           |             |            |
| 6/2016  | Myynti     | Anvia Telecom                   |           | Telecom-liiketoiminta                                 | 107  | 82                      | 18 %     | 7,2x      | 1,3x        | 303        |

Lähde: Inderes, Loihte, yhtiöt

\*EBIT-% \*\*41 % vähemmistöosuus ja vuonna 2019 hankittiin loppuosuus \*\*\*Aureolis osti olleen Loihteen osakkuusyhtiö ^IFRS-raportoinnin mukainen liikevaihto

# Taloudellinen tilanne 1/3

## Historiallinen kehitys

Loihteen historiallinen kehitys on ollut kaksijaksoista. Vuosina 2019-2022 konsernin (jatkuvat toiminnot) liikevaihdon keskimääräinen vuotuinen kasvuvauhti oli 8 % ja orgaaninen kasvu arviomme mukaan noin 3 % tasolla. Turvaliiketoiminta on kasvanut orgaanisesti nähdäksemme yleistä markkinaa paremmin orgaanisesti, mutta digitaalinen kehittäminen sen sijaan heikommin. EBITA-% on pysytellyt melko stabiilina (3,4 % → 3,2 %). Nykymuotoisen Loihteen historiallisesta kehityksestä tämä katsonta ei kuitenkaan anna täysin todellista kuvaa, sillä viimeisten vuosien aikana yhtiö on tehnyt useita rakennejärjestelyjä.

## Varsinaisen alihankinnan osuus on melko pieni

IFRS-raportoinnin mukainen ulkopuolisten palveluiden ja materiaalien osuus suhteessa liikevaihtoon oli 2021-22 noin 27-29 %. Luonteeltaan nämä kustannukset ovat lähes täysin muuttuvia ja siten ei-skaalautuvia. Suurin osa näistä kuluista kohdistuu Turvaliiketoiminnan materiaaliostoihin, kun taas Digitaalisen kehittämisen alle menevien kulujen (mm. alihankinta) osuus on alle 10 % liikevaihdesta. Arviomme mukaan Turvaliiketoiminnan myyntikatteet liikkuvat noin 55-60 %:ssa. IFRS-muutos muutti kolmannen osapuolen lisenssien kirjaamisen nettoperusteiseksi sekä turvaliiketoiminnan liisatut laitteet siirtyivät käyttöoikeusomaisuuseriin, joiden kulu näkyy poistoissa. Tämän vuoksi 2021 ja 2022 eivät ole

vertailukelpoisia aiempiin vuosiin nähden.

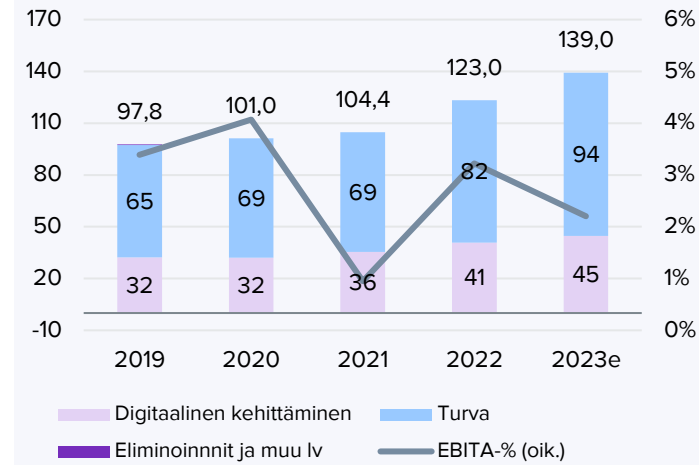
Arviomme mukaan Loihteen alihankintaverkosto on rakenteeltaan tarpeeksi monipuolinen, josta se pystyy hankkimaan tarpeen mukaan erikoisosaamista, mutta kooltaan melko pieni ja siten suurimpien hankkeiden tukemista ajatellen vielä riittämätön. Verkoston kehitys on ollut viime vuodet aktiivista.

## Henkilöstökulut suurin yksittäinen erä

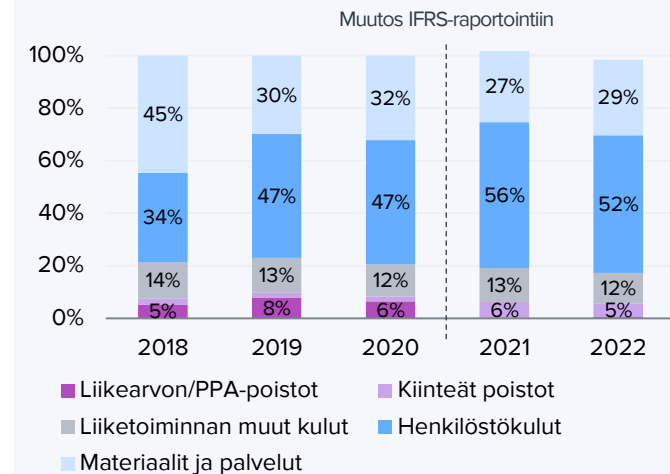
Loihteen kulurakenteen suurin yksittäinen erä on henkilöstökulut, sillä toimintojen ansaintamallit ovat hyvin tieto- ja henkilöntensiivisiä. Henkilöstökulut ovat luonteeltaan pääosin kiinteitä. Niiden osalta joustovara on rajallinen lyhyen tähtäimen kustannustason sopeuttamiselle, mikä näkyi esimerkiksi H2'22:lla kun digitaalisessa kehittämisessä kaksi isoa asiakasta vähensi ostojaan. Tällä hetkellä arviomme laskutusasteissa olevan selkeää nousuvaraa, jonka myötä henkilöstökuluissa on jonkin verran skaalautumisvara.

Vuonna 2022 Loihteen henkilöstökulut liikevaihtoon suhteutettuna olivat noin 52 %. Henkilöstöhokkuutta hyvin kuvaava työntekijäkohtainen liikevaihto on historiallisesti ollut noin 141-151 TEUR ja työntekijäkohtainen henkilöstökulu 74-81 TEUR. Näiden kahden keskinäinen suhde parani oleellisesti vuonna 2022 suhteessa vuoteen 2021.

Liikevaihto segmenteittäin ja oik. EBITA-%, jatkuvat toiminnot, MEUR



Kustannusrakenne suhteessa liikevaihtoon, TEUR



# Taloudellinen tilanne 2/3

## Muissa kuluissa pieni skaalausvara

Kolmas olennainen kuluerä on liiketoiminnan muut kulut. Nämä kulut ovat pääosin kiinteitä, mutta mukana on myös joitain muuttuvia palasia. Liikevaihtoon suhteutettuna muut kulut olivat vuosina 2021-22 noin 12-13 %. Kertaluonteisista muista kuluista oikaistuna (esim. IPO-kulut) taso on ollut noin 11 %. Muiden kulujen kontrolli on ollut kohtuullisen hyvällä tasolla. Odotamme yhtiön löytävän tästä massasta myös pientä skaalausvaraa, konsernihallinnon skaalautuessa kasvun mukana sekä tehtyjen rakennejärjestelyjen ansiosta.

## Taseasema on yhä erittäin vahva

2022 lopussa Loihteen omavaraisuusaste oli 78 % ja nettovelkaantumisaste -21 % (ml. rahoitusarvopaperit). Nämä tasot ovat toimintalogiikat huomioiden erittäin vahvoja. Taseasema on vankka myös velankantokyvyn näkökulmasta, sillä nettokassa pois lukien vuokravastuut oli 32 MEUR ja niiden kanssa 24 MEUR. Nykyisten liiketoimintojen kassavirtaprofiilit huomioiden pidämme myös yhtiön pidemmän aikavälin rakenteellista velankantokykyä mainiona. Yritys-ostoja kartoittava kasvustrategiaa heijastellen uskomme taseen pysyvän kuitenkin jatkossakin vahvanpuoleisena. Loihde myös pohtii tällä hetkellä strategisia valintojaan, ja yhtiökokous on valtuuttanut hallituksen 1,0 euron lisäosingon jakamiseen, mikäli tämä sopii uuden syksyllä julkaistavan strategian pääomatarpeisiin.

Arviomme mukaan tällainen taseasema voisi omavaraisuusastella tarkoittaa karkeasti noin 50-60 % tasoa ja vastaavasti pientä nettokassaa. Nämä olisivat vielä hyvinkin konservatiivisia tasoja,

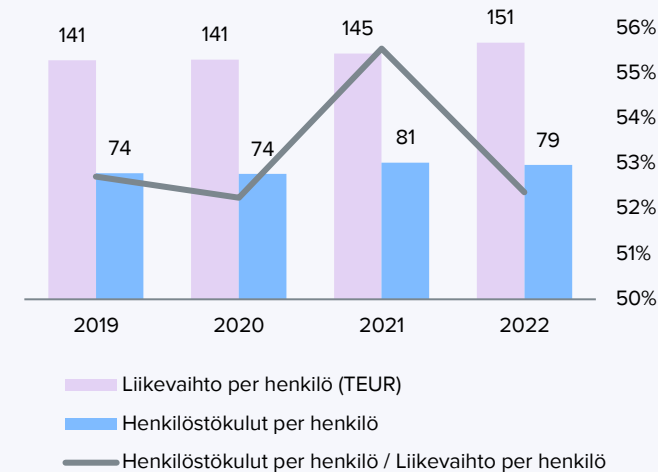
ja yritysostojen yhteydessä huomattavasti reippaammankin vivun käyttäminen olisi mielestämme perusteltua. Ostokohteelta tällainen lähestyminen edellyttäisi arviomme mukaan kuitenkin hyvää strategista sopivuutta ja tavallista pienempiä integraatoriskejä.

Tätä taustaa vasten Loihtheella on mielestämme rutkasti taloudellista liikkumatilaa niin strategiansa orgaanista kuin yritysostojenkin kautta tapahtuvaa toteuttamista ajatellen. Vahvasta taseasemasta huolimatta emme kuitenkaan odota yhtiön etsivän pääoman allokoinnissaan nopeita ja ylikapitalisoitunutta tasetta väkipakolla purkavia ratkaisuja. Täten uskomme Loihteen jatkavan sopivien ostokohteiden kärsivällistä kartoittamista tulevaisuudessakin. Näkemyksemme mukaan yritysjärjestelymarkkinan arvostustasot normalisoitumaan päin ja uskommekin Loihtheella olevan edellytykset omistaja-arvoa luoville yritysostoille.

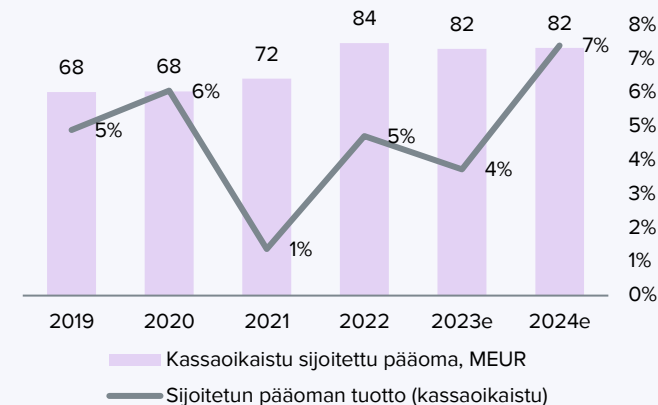
## Historia painaa pääoman tuottoa

Mikäli Loihteen sijoitetusta pääomasta oikaistaan mittava nettokassa (oletus 5 MEUR operatiivinen nettokassa), oli sijoitetun pääoman tuotto oikaistulla EBITA:lla laskettuna 5 % vuonna 2022 ja arviomme sen nousevan 7,4 %:iin vuonna 2024 paremmalla tulokunnolla, mikä jää alle pääoman tuottovaateen. Tämä nähdäksemme kertoo siitä, että historiassa yrityskaupoista on maksettu ylihintaa tai niiden integraatiot ovat epäonnistuneet. Toisaalta arviomme mukaan nykyisessä kokoonpanossa on ulosmitattavaa potentiaalia.

## Henkilöstötehokkuus, TEUR

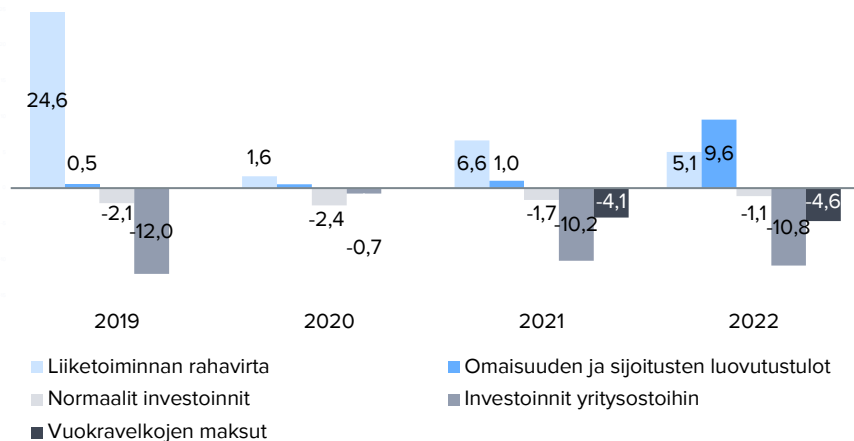


## Kassaoikaistun sijoitetun pääoman tuotto\*



# Taloudellinen tilanne 3/3

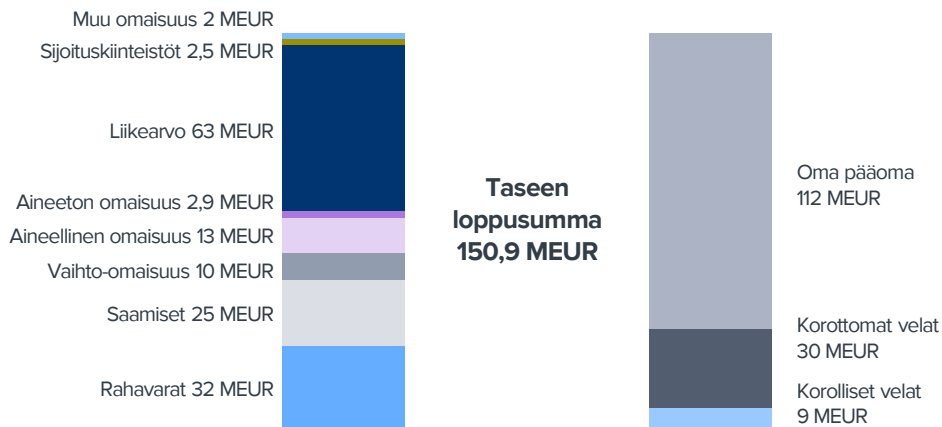
Liiketoiminnan rahavirta ja investointien rahavirrat, MEUR



## Liiketoiminta luo edellytykset hyvälle kassavirran tuotolle

- Liiketoiminnan kassavirta on ollut heikolla tasolla vuosina 2021-2022 osin heikon tulokunnan myötä ja kertaluonteisten kulujen takia. Vuonna 2022 käyttöpääomaa sitoutui tavallista enemmän, joka heikensi kassavirtaa. Taustalla on erityisesti vaihto-omaisuuden kasvu komponenttipulan haasteiden hallitsemisen seurauksena.
- Liiketoimintojen kehittäminen ei tule tulevina vuosina vaatimaan isoja orgaanisia investointeja, minkä tulisi yhdessä kasvun, asteittain kohoavan tehokkuustason ja käyttöpääoman hyvän kehityksen kanssa tarjota edellytykset absoluuttisesti vahvan kassavirran tekemiselle. Arvioimme käyttöpääomatarpeiden ja normaalien investointien (pl. yritysostot) jälkeen Loihteen operatiivisen vapaan kassavirran suhteen EBITA:an olevan hyvällä noin 80-85 % tasolla tulevina vuosina. Vahva kassavirta puolestaan tukee strategian epäorgaanista toteuttamista ja samalla vahvistaa Loihteen osingonmaksukykyä.
- Viime vuosina kassavirtaa (pl. Yritysostot) on tukenut taseesta myydyt operatiiviseen toimintaan tai nykyiseen strategiaan kuulumattomat erät. Pois lukien sijoituskiinteistöt (käypä arvo tilinpäätöshetkellä: 3,7 MEUR), emme odota taseesta enää purkautuvan merkittäviä eriä.

Taserakenne, 31.12.2022



## Taseessa näkyy yritysjärjestelyt

- Yrityskauppojen mukana syntynyt liikearvo (63 MEUR) on taseen merkittävin omaisuuserä. Rahavarat ovat 32 MEUR, josta käypään arvoon arvostetun arvopaperisalkun osuus on 11 MEUR.
- Aineellisessa omaisuudessa reilu 8 MEUR tulee käyttöoikeusomaisuuseristä.
- Sijoituskiinteistöt (2,5 MEUR) on ostettu kauan sitten, ja arvioimme näiden todellisen arvon vastaavan tilinpäätöshetkellä määritettyä 3,7 MEUR käypää arvoa. Loihde on kommunikoinut myyvänsä kiinteistöt pois, jonka myötä huomioimme ne likvidinä eränä osien summa laskelmassamme.
- Oman pääoman puolesta Loihteella on isot muskelit jakaa kassaansa ulos osinkoina tai omien osakkeiden ostoina.
- Korolliset velat koostuvat käytännössä täysin vuokravastuista.

# Ennusteet 1/3

## Ennustemalli

Ennustamme Loihteen liikevaihdon kehitystä liiketoimintokohtaisesti. Turvaliiketoiminnan kasvua arvioimme lisäksi erikseen fyysisen ja digitaalisen turvan kautta. Ennustamme konsernitason kehitystä myös arvioimamme henkilöstömäärän ja henkilökohtaisen liikevaihdon kehityksen perusteella. Odotuksemme liikevaihdon kehityksestä pohjaavat pitkälti kohdemarkkinoiden yleisiin kasvuun suuntaviivoihin ja niihin vaikuttaviin tekijöihin. Jatkuvat palvelut tuovat liikevaihtoon tiettyä näkyvyyttä lyhyellä aikavälillä, vaikka niiden osuus on pienehkö.

Yläriivin keskeisimmät lyhyen aikavälin epävarmuudet liittyvät asiantuntijoiden rekrytoimiseen sekä liiketoimintokohtaisten kysyntätilanteiden kehitykseen. Samat muuttujat vaikuttavat luonnollisesti myös pitkällä aikavälillä, joskin tällöin kasvun tavoittelussa onnistuminen on lyhyttä aikajaksoa riippuvaisempi oman kilpailuaseman ja -kyvyn kehittämisestä sekä strategian suunnitelmien mukaisesta etenemisestä. Epävarmuutta ennusteisiin aiheuttaa lisäksi se, että Lohde raportoi vain liikevaihdon kehityksen liiketoiminnoittain ja henkilöstömäärän konsernitason, eikä ennusteidemme varmentaminen ole näin mahdollista.

Kannattavuuden arvioinnissa keskitymme odottamamme kasvun, henkilöstömäärän kehityksen ja tehokkuustason (ts. laskutusasteet), sekä kiinteiden kustannusten mallintamiseen. Pitkällä aikavälillä arvioimme kannattavuutta lisäksi nykyiselle liiketoimintarakenteelle kestäviksi arvioimamme marginaalitasojen kautta.

Oleelliset operatiiviseen kannattavuuteen

kohdistuvat epävarmuudet liittyvät henkilöstötehokkuuteen (ml. palkkainflaatio), projektikannattavuuksiin sekä konsernin kiinteän kulutuksen hallitsemiseen. Tuloslaskelman alariveillä epävarmuutta aiheuttaa lisäksi Loihteen ison arvopaperisalkun eläminen (mm. saadut osingot ja käyvän arvon muutokset).

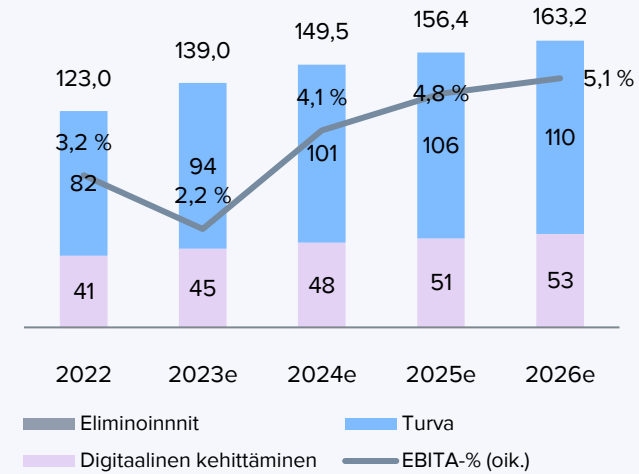
Emme ennusteissamme huomioi mahdollisia yritysjärjestelyjä. Tämän lähestymistavan taustalla on se, ettei Loihteen mahdollisten kauppojen parametreja ole tiedettävissä etukäteen. Yritysostojen toteuttaminen on kuitenkin mielestämme varsin todennäköistä.

## Vuonna 2023 kannattavuusparannusta rajoittaa vaikea markkinatilanne

Ennustamme Loihteen liikevaihdon kasvavan vuonna 2023 13 % 137 MEUR:oon (orgaaninen kasvu reilu 2 %). Yhtiön kysyntänäkymä jatkunee kaksijakoisena: odotamme defensiivisemmän turvaliiketoiminnan yltävän edelleen hyvään kasvuun, kun taas epävarman talousympäristön nostattamasta kysynnän pehmydestä kärsivä digitaalinen kehittäminen on lyhyellä tähtämällä paineessa.

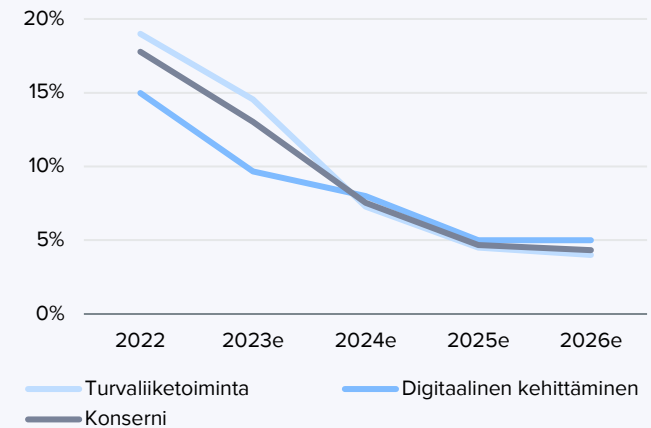
Vuonna 2023 Lohde odottaa liikevaihdon kasvavan turvaliiketoiminnassa yli 10 % ja digitaalisessa kehittämisessä yli 10 %. Turvaliiketoiminnan ennakoimme kasvavan 15 % 94 MEUR:oon. Kasvua tukee noin 12 %-yksiköllä Turvakolmio- ja Hämeen Lukko -yritysostot sekä arvioimme digitaalisen turvan hyvän kehityksen jatkuvan. Turvan kysyntänäkymä näyttää mielestämme melko stabiililta. Uudisrakentamiseen liittyy selkeää epävarmuutta, mutta samaan aikaan digitaalisen turvallisuuden

Liikevaihdon ja kannattavuuden kehitys, MEUR ja % liikevaihdosta



Lähde: Inderes

Liikevaihdon kasvu tyypeittäin, % kasvua edellisvuoden liikevaihdosta



Lähde: Inderes



# Ennusteet 2/3

kysynnän arvioimme pysyvän erittäin hyvällä tasolla, kun investoinnit tietoturvaan kasvavat.

Digitaalisen kehittämisen liikevaihdon arvioimme kasvavan 10 % 45 MEUR:oon. Kasvu tulee lähinnä epäorgaanisesti Onrego-yrityskaupasta, joten orgaanisen kasvun odotamme jäävän vaikeassa markkinassa koko vuonna vaatimattomaksi noin 1 %:iin. Suurin osa tästä liiketoiminnasta on arvioimme mukaan asiantuntijaresurssien myyntiä 3kk sopimusten tarkastelusyklillä, mikä tekee liikevaihdosta alttiin markkinan lyhyen tähtäimen sykleille. Odotamme digitaalisen kehittämisen kysyntätilanteen olevan yhä heikko H1:llä, mutta liikevaihdon kääntyvän jälleen orgaaniseen kasvuun H2:lla

Loihde arvioi konsernin oikaistun käyttökatteen paranevan vuoden 2022 tasosta (10,3 MEUR). Ennustamme yhtiön oikaistun käyttökatteen laskevan vuonna 2023 9,7 MEUR:oon vaikean Q1:n ajamana. Q1:llä oikaistu EBITDA-% jäi matalalle -0,4 %:n tasolle turvaliiketoiminnan ERP-haasteiden ja digitaalisen kehityksen heikkojen laskutusasteiden ajamana. Kannattavuutta tukee konsernihallinnon skaalautuminen ja vuoden 2022 lopulla tehdyt tehostustoimet (mm. Turvaliiketoiminnan yhdistäminen Loihde Trustin alle sekä Advisoryn ja Analyticsin yhdistäminen). Lisäksi arvioimme digitaalisen turvan kasvun skaalautuvan myös kannattavuusriveille, joskin arvioimme vahvemman skaalautumisen painottuvan vielä vuosille 2024-25.

Kannattavuuden vahvempaa kehitystä jarruttaa vuonna 2023 erityisesti inflaatiopaineet, Turvaliiketoiminnan vaikea Q1 ja digitaalisen kehittämisen heikko H1. Normaalien kiinteiden poistojen jälkeen tämä tarkoittaa 3,1 MEUR:n

oikaistua EBITA:a ja siten 2,2 % marginaalitasoa (2022: 3,2 %), joka on selkeästi yhtiön potentiaalain alapuolella. Arvopaperisalkusta saatavien rahoitustuottojen ja verojen jälkeen odotamme Loihteelta 2,8 MEUR:n oikaistua netto- ja vastaavasti 0,43 euron osakekohtaista tulosta (ei oikaistu (0,27€).

Odotamme yhtiön jakavan osinkopolitiikan lyhyellä tähtäimellä ylittävän 0,30 euron osakekohtaisen osingon. Pidämme myös suhteellisen todennäköisenä, että Loihde jakaa ylimääräisen 1,0 euron osingon strategiapäivityksen jälkeen, mutta emme ole huomioineet sitä ennusteissamme.

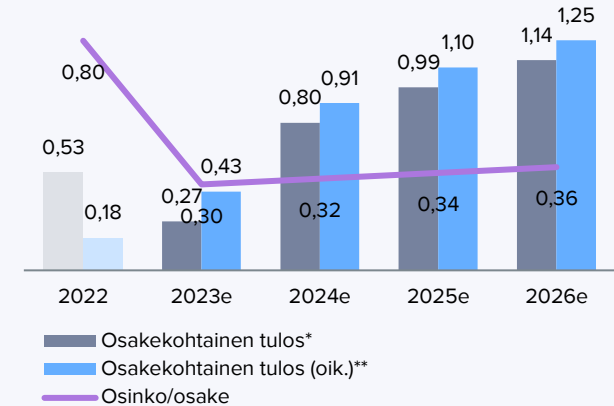
Paranevaa käyttöpääomaprofiilia heijastellen arvioimme operatiivisen kassavirran nousevan hyvälle tasolle. Vuoden lopun nettokassatilanteen (28 MEUR) ennustamme myös pysyvän tämän mukaisesti muhkeana. Sitä saattaa lisäksi tukea sijoituskiinteistöjen myynnit.

## Edellytykset kannattavuusparannukseen tulevina vuosina

Vuonna 2024 odotamme kasvun kiihdyttävän paremmassa talousympäristössä 8 %:iin (orgaaninen 7 %) ja liikevaihdon kasvavan 149 MEUR:oon. Vuosina 2025 ja 2026 arvioimme Loihteen kasvavan 4-5 %.

Turvassa odotamme nousevan kyberturvatietysoisuuden ja digitalisaatioasteen (ml. yhteiset rajapinnat Digitaalisen kehittämisen asiakkuuksien kanssa) yhtiön toimivan kasvun veturina. Uskomme nykyisen asiakaskunnan ristiinmyyntiin olevan kasvun merkittävin moottori. Tätä taustaa vasten odotamme liiketoiminta-alueen kasvavan 7 % vuonna 2024 ja 5-4 % sitä seuraavina vuosina 2025-2026.

## Osakekohtainen tulos ja osinko, € / per osake

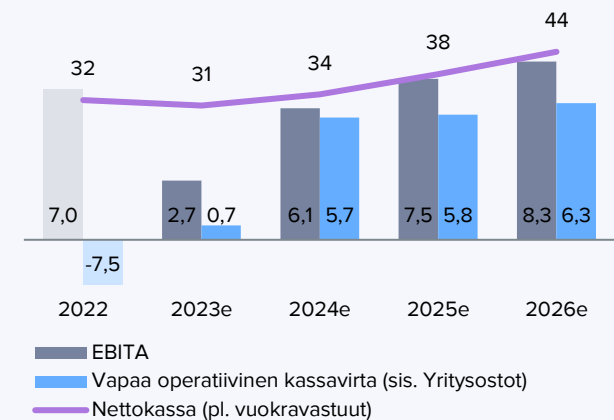


\*Jatkuvat toiminnot

\*\*Ei oikaistu arvopaperisalkun käyvän arvon muutoksia

Lähde: Inderes

## Kassavirran kehitys ja nettokassa, MEUR



\*Jatkuvat toiminnot

\*\*Ei oikaistu arvopaperisalkun käyvän arvon muutoksia

Lähde: Loihde, Inderes

# Ennusteet 3/3

Digitaalisen kehittämisen kasvun ennakoimme jälleen kiihdyttävän vuonna 2024 8 %:n kasvuun. Kasvualueita odotamme erityisesti olevan data & analytiikka, tiedolla johtaminen ja pilviympäristön palvelut. Vuosina 2025 ja 2026 odotamme kasvun olevan noin 5 %:n tasolla, mikä vastaa noin sektorin keskimääräistä kasvuvauhtia.

Oikaistun käyttökatteen odotamme nousevan vuonna 2024 13,1 MEUR:oon tai 8,8 %:iin liikevaihdosta, jääden hieman Loihteen yli 10 %:n tavoitteesta. Keskeisimpinä tulosajureina pidämme liikevaihdon hyvää kasvua sekä edellisvuodesta petraavaa kokonaistehokkuutta (erityisesti laskutusasteet). EBITAn arvoimme nousevan 6,1 MEUR:oon tai 4,1 %:iin, jääden vielä potentiaalista melko selkeästi.

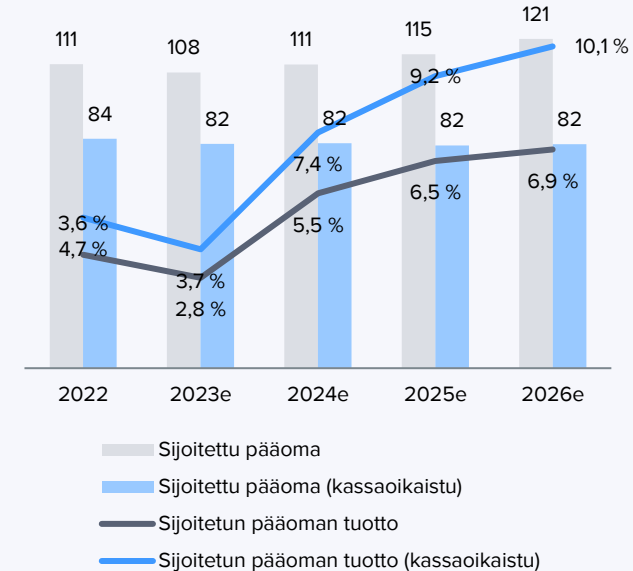
Vuosina 2025 ja 2026 arvioimme käyttökate-%:n nousevan 9,5 % ja 9,8 %:iin, mikä taas vastaa 4,8 ja 5,1 % EBITA-marginaalia. Nämä ovat jo mielestämme hyviä tasoja Loihteen nykyiselle rakenteelle. Konsernilla olisi edellytykset vahvempiinkin kannattavuustasoihin, mikäli korkeamman kannattavuuspotentiaaloin digitaalinen kehittäminen ja digitaalinen turva jatkavat fyysistä turvaa nopeampaa kasvua ja konsernihallintoa onnistutaan skaalaamaan kulutehokkaasti. Vahva tase ja hyvä kassavirta antavat hyvät edellytykset osingon maksamiselle politiikan mukaisesti sekä yritysjärjestelyjen toteuttamiselle tulevina vuosina.

## Terveet kasvuedellytykset pitkällä aikavälillä

Odotamme Loihteen jatkavan kannattavaan kasvuun tähtäävää tekemistä myös pitkällä aikavälillä. Ennustamme varovaisuuden periaatteiden mukaisesti Loihteen kasvavan pitkällä tähtäimellä 2,5-4 % vuosittain. Näin ollen pidemmän aikavälin ennusteemme on verrattain konservatiivinen. Toisaalta sekä osajamarkkinassa onnistumiseen että nykyisten liiketoimintojen välisen yhteispelin kasvattamisen onnistumiseen toistaiseksi kohdistuvat kysymysmerkit puoltavat orgaanisiin ennusteisiin tiettyä varovaisuutta.

Käyttökatemarginaalin odotamme pysyvän pitkällä aikavälillä 9-10 % tasolla (ts. EBITA 4-5 %). Arvioimme pitkän aikavälin taso on hieman alle yhtiön tavoitteen, mutta kannattavuuteen liittyvä volatiliteetti myös puoltaa tiettyä varovaisuutta. Keskeisimmät pitkän aikavälin kannattavuusajurit ovat parempikatteisten liiketoimintojen konsernia nopeampi kasvu (kyberturva ja digitaalinen kehittäminen), liikevaihdon hallittu kasvu, konsernihallinnon skaalautuminen sekä tavanomaiset tehokkuusnostot. Keskeisimmät riskit liittyvät puolestaan näiden ajureiden vastakohtiin ja omaan uudistumiskykyyn.

Kassaoikaistun sijoitetun pääoman tuotto\*, MEUR ja % pääomasta



Lähde: Loihde, Inderes

\*Kassa oikaistu käyttäen 5 MEUR nettokassaa

# Tuloslaskelma

| Tuloslaskelma                      | 2020         | 2021        | 2022        | Q1'23        | Q2'23e      | Q3'23e      | Q4'23e      | 2023e       | 2024e       | 2025e       | 2026e       |
|------------------------------------|--------------|-------------|-------------|--------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| <b>Liikevaihto</b>                 | <b>101</b>   | <b>104</b>  | <b>123</b>  | <b>31,3</b>  | <b>34,8</b> | <b>32,6</b> | <b>40,3</b> | <b>139</b>  | <b>149</b>  | <b>156</b>  | <b>163</b>  |
| Turva                              | 69,1         | 69,3        | 82,5        | 20,2         | 23,5        | 22,6        | 28,1        | 94,4        | 101         | 106         | 110         |
| Digitaalinen kehittäminen          | 32,0         | 35,5        | 40,8        | 11,1         | 11,4        | 10,0        | 12,3        | 44,8        | 48,4        | 50,8        | 53,3        |
| Muut                               | -0,1         | -0,4        | -0,3        | -0,1         | -0,1        | -0,1        | -0,1        | -0,2        | -0,2        | -0,2        | -0,2        |
| <b>Käyttökate ilman kertaeriä</b>  |              | <b>2,9</b>  | <b>10,3</b> | <b>-0,1</b>  | <b>2,3</b>  | <b>3,0</b>  | <b>4,4</b>  | <b>9,6</b>  | <b>13,1</b> | <b>14,8</b> | <b>16,0</b> |
| <b>Käyttökate</b>                  | <b>5,4</b>   | <b>5,4</b>  | <b>13,3</b> | <b>-0,4</b>  | <b>2,2</b>  | <b>3,0</b>  | <b>4,4</b>  | <b>9,2</b>  | <b>13,1</b> | <b>14,8</b> | <b>16,0</b> |
| Poistot ja arvonalennukset         | -9,3         | -6,2        | -6,9        | -1,8         | -1,8        | -1,8        | -1,8        | -7,2        | -7,7        | -8,0        | -8,3        |
| <b>Liikevoitto ilman kertaeriä</b> | <b>4,1</b>   | <b>0,8</b>  | <b>4,0</b>  | <b>-1,8</b>  | <b>0,7</b>  | <b>1,4</b>  | <b>2,8</b>  | <b>3,1</b>  | <b>6,1</b>  | <b>7,5</b>  | <b>8,3</b>  |
| <b>Liikevoitto</b>                 | <b>-3,8</b>  | <b>-0,9</b> | <b>6,4</b>  | <b>-2,2</b>  | <b>0,4</b>  | <b>1,2</b>  | <b>2,6</b>  | <b>2,1</b>  | <b>5,5</b>  | <b>6,9</b>  | <b>7,7</b>  |
| Nettorahoituskulut                 | 0,8          | 1,1         | -2,3        | 0,2          | 0,1         | 0,1         | 0,1         | 0,5         | 0,4         | 0,4         | 0,4         |
| <b>Tulos ennen veroja</b>          | <b>-3,1</b>  | <b>0,2</b>  | <b>4,1</b>  | <b>-2,0</b>  | <b>0,5</b>  | <b>1,3</b>  | <b>2,7</b>  | <b>2,5</b>  | <b>5,9</b>  | <b>7,3</b>  | <b>8,1</b>  |
| Verot                              | -1,0         | 0,2         | -1,0        | 0,0          | -0,1        | -0,3        | -0,6        | -1,0        | -1,3        | -1,6        | -1,5        |
| Vähemmistöosuudet                  | -0,1         | 0,0         | 0,0         | 0,0          | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |
| <b>Nettotulos</b>                  | <b>-4,2</b>  | <b>0,5</b>  | <b>3,1</b>  | <b>-2,0</b>  | <b>0,4</b>  | <b>1,0</b>  | <b>2,1</b>  | <b>1,5</b>  | <b>4,6</b>  | <b>5,7</b>  | <b>6,5</b>  |
| <b>EPS (oikaistu)</b>              | <b>0,38</b>  | <b>0,31</b> | <b>0,18</b> | <b>-0,29</b> | <b>0,11</b> | <b>0,21</b> | <b>0,40</b> | <b>0,43</b> | <b>0,91</b> | <b>1,10</b> | <b>1,25</b> |
| <b>EPS (raportoitu)</b>            | <b>-0,72</b> | <b>0,08</b> | <b>0,53</b> | <b>-0,35</b> | <b>0,07</b> | <b>0,18</b> | <b>0,37</b> | <b>0,27</b> | <b>0,80</b> | <b>0,99</b> | <b>1,14</b> |

| Tunnusluvut                          | 2020   | 2021    | 2022    | Q1'23    | Q2'23e  | Q3'23e   | Q4'23e | 2023e   | 2024e  | 2025e  | 2026e  |
|--------------------------------------|--------|---------|---------|----------|---------|----------|--------|---------|--------|--------|--------|
| <b>Liikevaihdon kasvu-%</b>          | 3,3 %  | 3,4 %   | 17,8 %  | 13,0 %   | 17,1 %  | 10,3 %   | 11,9 % | 13,0 %  | 7,5 %  | 4,7 %  | 4,3 %  |
| <b>Oikaistun liikevoiton kasvu-%</b> |        | -81,4 % | 420,3 % | -165,3 % | -66,7 % | -157,0 % | 66,6 % | -22,9 % | 98,8 % | 22,6 % | 10,7 % |
| <b>Oikaistu käyttökate-%</b>         |        | 2,8 %   | 8,4 %   | -0,4 %   | 6,7 %   | 9,3 %    | 10,9 % | 6,9 %   | 8,8 %  | 9,5 %  | 9,8 %  |
| <b>Käyttökate-%</b>                  | 5,4 %  | 5,1 %   | 10,8 %  | -1,3 %   | 6,4 %   | 9,3 %    | 10,9 % | 6,6 %   | 8,8 %  | 9,5 %  | 9,8 %  |
| <b>Oikaistu liikevoitto-%</b>        | 4,1 %  | 0,7 %   | 3,2 %   | -5,6 %   | 2,0 %   | 4,2 %    | 6,9 %  | 2,2 %   | 4,1 %  | 4,8 %  | 5,1 %  |
| <b>Nettotulos-%</b>                  | -4,1 % | 0,5 %   | 2,5 %   | -6,5 %   | 1,1 %   | 3,2 %    | 5,3 %  | 1,1 %   | 3,1 %  | 3,6 %  | 4,0 %  |

Lähde: Inderes

| Ennustemuutokset                   | 2023e | 2023e | Muutos | 2024e | 2024e | Muutos | 2025e | 2025e | Muutos |
|------------------------------------|-------|-------|--------|-------|-------|--------|-------|-------|--------|
| MEUR / EUR                         | Vanha | Uusi  | %      | Vanha | Uusi  | %      | Vanha | Uusi  | %      |
| <b>Liikevaihto</b>                 | 139,0 | 139,0 | 0 %    | 149   | 149   | 0 %    | 156   | 156   | 0 %    |
| <b>Käyttökate</b>                  | 8,8   | 9,2   | 5 %    | 13,1  | 13,1  | 0 %    | 14,8  | 14,8  | 0 %    |
| <b>Liikevoitto ilman kertaeriä</b> | 2,6   | 3,1   | 17 %   | 6,1   | 6,1   | 0 %    | 7,5   | 7,5   | 0 %    |
| <b>EPS (ilman kertaeriä)</b>       | 0,37  | 0,43  | 17 %   | 0,91  | 0,91  | 0 %    | 1,10  | 1,10  | 0 %    |
| <b>Osaakekohtainen osinko</b>      | 0,30  | 0,30  | 0 %    | 0,32  | 0,32  | 0 %    | 0,34  | 0,34  | 0 %    |

Lähde: Inderes

## Pieniä positiivisia ennustemuutoksia Q4:lle

Nostimme aavistuksen Q4-kannattavuusennustettamme, jonka tuella käyttökate-ennusteemme nousi 5 % ja oik. liikevoiton ennusteemme 17 % kuluvalle vuodelle. Ajurina toimii aikaisempaa oletustamme paremmat käyttöasteet digikehityksessä. Ennustamme yhä oik. käyttökatteen jäävän hieman yhtiön ohjeistuksen alapuolelle (9,6 MEUR vs. >10,3 MEUR).

# Tase

| Vastaavaa                      | 2021        | 2022        | 2023e       | 2024e       | 2025e       |
|--------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| <b>Pysyvät vastaavat</b>       | <b>73,8</b> | <b>83,4</b> | <b>81,4</b> | <b>80,7</b> | <b>80,0</b> |
| Liikearvo                      | 53,5        | 62,8        | 63,2        | 63,2        | 63,2        |
| Aineettomat hyödykkeet         | 2,3         | 2,9         | 2,3         | 1,7         | 1,1         |
| Käyttöomaisuus                 | 12,7        | 13,1        | 13,0        | 12,9        | 12,8        |
| Sijoitukset osakkuusryhtyksiin | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |
| Muut sijoitukset               | 2,7         | 2,5         | 2,5         | 2,5         | 2,5         |
| Muut pitkäaikaiset varat       | 0,7         | 0,4         | 0,4         | 0,4         | 0,4         |
| Laskennalliset verosaamiset    | 1,8         | 1,6         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |
| <b>Vaihtuvat vastaavat</b>     | <b>72,5</b> | <b>67,5</b> | <b>67,4</b> | <b>71,2</b> | <b>77,4</b> |
| Vaihto-omaisuus                | 7,3         | 10,4        | 11,3        | 10,6        | 10,8        |
| Muut lyhytaikaiset varat       | 0,8         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |
| Myyntisaamiset                 | 22,0        | 24,8        | 25,0        | 26,9        | 28,1        |
| Likvidit varat                 | 42,5        | 32,4        | 31,2        | 33,7        | 38,4        |
| <b>Taseen loppusumma</b>       | <b>146</b>  | <b>151</b>  | <b>149</b>  | <b>152</b>  | <b>157</b>  |

Lähde: Inderes

| Vastattavaa                    | 2021        | 2022        | 2023e       | 2024e       | 2025e       |
|--------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| <b>Oma pääoma</b>              | <b>110</b>  | <b>111</b>  | <b>108</b>  | <b>111</b>  | <b>115</b>  |
| Osakepääoma                    | 1,5         | 1,5         | 1,5         | 1,5         | 1,5         |
| Kertyneet voittovarot          | 49,7        | 51,5        | 48,4        | 51,3        | 55,1        |
| 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                 | 58,4        | 58,3        | 58,3        | 58,3        | 58,3        |
| Vähemmistöosuus                | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |
| <b>Pitkäaikaiset velat</b>     | <b>6,6</b>  | <b>6,9</b>  | <b>4,8</b>  | <b>5,2</b>  | <b>5,4</b>  |
| Laskennalliset verovelat       | 0,8         | 1,1         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |
| Varaukset                      | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |
| Lainat rahoituslaitoksilta     | 4,4         | 4,8         | 4,8         | 5,2         | 5,4         |
| Vaihtovelkakirjalainat         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |
| Muut pitkäaikaiset velat       | 1,4         | 1,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |
| <b>Lyhytaikaiset velat</b>     | <b>30,1</b> | <b>32,7</b> | <b>35,8</b> | <b>35,6</b> | <b>37,0</b> |
| Lainat rahoituslaitoksilta     | 3,9         | 4,0         | 6,3         | 4,3         | 4,4         |
| Lyhytaikaiset korottomat velat | 13,3        | 15,1        | 15,8        | 17,0        | 17,8        |
| Muut lyhytaikaiset velat       | 13,0        | 13,6        | 13,6        | 14,4        | 14,8        |
| <b>Taseen loppusumma</b>       | <b>146</b>  | <b>151</b>  | <b>149</b>  | <b>152</b>  | <b>157</b>  |

# Arvonmääritys 1/5

## Arvostuksen perusteet

Hinnoittelimme Loihdetta ensisijaisesti tulos pohjaisten arvostuskertoimien kautta, joita suhteutamme myös relevanttiin verrokkiryhmään. Suosimme arvonmäärityksessä ensisijaisesti vuokrasopimusveloista puhdistettuja EV-pohjaisia kertoimia yhtiön mittavan nettokassan vuoksi.

Tuloskertoimista ensisijainen mittarimme on yrityskauppojen/liikearvon poistoista oikaistu EV/EBIT(A)-kerroin, koska se nähdäksemme laittaa parhaiten FAS- ja IFRS-kirjanpidossa olevat sekä aktivoituneita taseeseen tekevät yhtiöt samalle viivalle. Oikaistut P/E -kertoimet kuvaavat hyvin yhtiön nykyliiketoiminnan tulostuottoa, mutta suuren nettokassan myötä ne ovat toistaiseksi arvonmäärityksessämme pienemmässä roolissa.

Mielestämme liikevaihtopohjainen EV/S-kerroin toimii taas hyvänä hygieniatestinä ja eräänlaisena lämpömittarina osakkeeseen ladattujen kasvu- ja kannattavuusodotusten tarkastelulle. Lisäksi tarkastelemme Loihdeen arvostusta kassavirtamallin ja osien summan kautta.

Loihde on muutaman viime vuoden aikana nykyisen johdon alaisuudessa käynyt läpi merkittävän muodonmuutoksen holding-yhtiöstä yhteen operatiiviseen kokonaisuuteen. Yhtiötä on rakennettu toteuttamalla kokonaisuuteen sopivia yritysostoja, sekä divestoinnilla ydinliiketoimintaan kuulumattomia palasia. Samaan aikaan konsernihallintoa on selkeästi tehostettu mm. keskittämällä backoffice-tekeminen ja yleisesti turhia hallinnollisia rakenteita purkamalla sekä suurasiakkaiden myyntimallia muuttamalla. Yhtiöllä on yhä todistettavaa, että se onnistuu saavuttamaan kannattavuustavoitteensa, mutta näiden toimien myötä luottamuksemme kestäväan

kannattavuuden tasonnostoon on lisääntynyt. Vaikkakin lyhyellä aikavälillä vaikea markkinatilanne erityisesti Digitaalisessa kehittämisessä rajoittaa kannattavuusparannusta.

## Arvostuksessa huomioitavat tekijät

- Nykyisten liiketoimintojen itsenäiset historialliset näytöt kannattavasta kasvusta ovat kokonaisuudessaan tyydyttävät**, joka lisää luottamusta niiden pidemmän aikavälin kilpailukykyä kohtaan.
- Organiset kasvunäkymät ovat hyvät myös pidemmällä aikavälillä.** Lyhyemmällä aikavälillä rekrytointi ei ole enää kasvun merkittävin pullonkaula, ja Loihdeella on hyvät edellytykset pärjätä muuttuneessa markkinatilanteessa.
- Konsernin asiakasmäärä on valtava** (noin 4000) ja asiakasportfolion teollisuudenalojen kirjo monipuolinen. Tämä avaa yhtiölle mielenkiintoisia ristiinmyyntisaumoja ja samalla pienentää riippuvuutta yksittäisestä palvelualueesta ja / tai teollisuudenalasta.
- Massiivisen nettokassan** allokoinnilla on merkittävä rooli lähivuosina. Erittäin vahva tase yhdessä pienten organisten investointitarpeiden kanssa luovat yhtiölle paljon vaihtoehtoja kasvustrategian yritysostovetoiselle vauhdittamiselle samoin kuin merkittävälle osingonjaolle.
- Fyysinen turva** on lähtökohtaisesti muita palvelualueita matalakatteisempaa, pääomatarpeeltaan korkeampaa ja itsenäiseltä arvонуontikyvyltään maltillisempaa toimintaa, mikä painaa konsernille hyväksyttävää arvostusta (erityisesti liikevaihtopohjaisesti).

| Arvostustaso          | 2023e   | 2024e  | 2025e  |
|-----------------------|---------|--------|--------|
| Osakekurssi           | 14,0    | 14,0   | 14,0   |
| Osakemäärä, milj. kpl | 5,73    | 5,73   | 5,73   |
| Markkina-arvo         | 80      | 80     | 80     |
| Yritysarvo (EV)       | 60      | 56     | 51     |
| P/E (oik.)            | 32,6    | 15,4   | 12,7   |
| P/E                   | 52,5    | 17,4   | 14,1   |
| P/Kassavirta          | neg.    | 14,1   | 13,8   |
| P/B                   | 0,7     | 0,7    | 0,7    |
| P/S                   | 0,6     | 0,5    | 0,5    |
| EV/Liikevaihto        | 0,4     | 0,4    | 0,3    |
| EV/EBITDA (oik.)      | 6,2     | 4,2    | 3,5    |
| EV/EBIT (oik.)        | 19,5    | 9,1    | 6,9    |
| Osinko/tulos (%)      | 112,8 % | 40,0 % | 34,3 % |
| Osinkotuotto-%        | 2,2 %   | 2,3 %  | 2,4 %  |

Lähde: Inderes

## Osakekohtaisen arvonmäärityksen yhteenveto

|                                |       |
|--------------------------------|-------|
| Normalisoitu skenaario alaraja | 13,9  |
| Normalisoitu skenaario ylaraja | 14,9  |
| Osien summa                    | 16,6  |
| Suhteellinen arvostus          | 12,2  |
| DCF                            | 16,4  |
| Menetelmien keskiarvo          | 14,8  |
| Osakekurssi                    | 13,95 |
| Tavoitehintaa                  | 14,8  |

Lähde: Inderes

# Arvonmääritys 2/5

- **Nykyisen kokonaisuuden toimivuudessa on yhä todistettavaa**, jonka vuoksi täysi nojaaminen hahmoteltavissa olevaan potentiaaliin ei nykyisessä kehitysvaiheessa ole perusteltua.

Näiden tekijöiden pohjalta Loihteelle neutraali ja normaalien olosuhteiden käypä arvostus nykyisellä korkotasolla voisi mielestämme EV/EBITA-kertoimella tarkoittaa noin 9x-11x tasoja ja vastaavasti P/E-luvulla noin 11x-14x. Käytämme tulevaisuuteen nojaavissa arvonmääritysmenetelmissä käypänä arvostuksena 9x-10x EV/EBITA:a kompensoidaksemme ennusteriskejä. Helsingin pörssin keskimääräin P/E on ollut noin 14x tasolla 2000-luvulla. Kertoimet vastaavat noin 7,1-9,1 %:n vuosittaista tulostuottoa, joka on mielestämme hyvin perusteltavissa yhtiön liiketoiminnan varsin vakaalla kokonaisprofiililla ja hyvällä kassavirran tuottokyvyllä.

Yhtiölle arvioimamme hyväksyttävät kertoimet ovat vielä suhteellisen matalia, sillä emme saa toteutuneesta tuloksesta tukijalkaa ja odotamme kestävästä kannattavuuden nostosta vielä lisänäyttöjä. Mikäli kasvustrategian toteuttaminen etenee suunnitelmien mukaisesti, eri palvelualueiden liikevaihtosynergioita onnistutaan ulosmittaamaan ja kannattavuustaso vakautuu paremmalle tasolle on arvioimassamme kerroinhaarukassa luontaista nousuvaraa. Toisaalta sama logiikkaa pätee myös toiseen suuntaan, mitä peilaten tuloksetekokyvyn jääminen nykytasolle ja / tai strategian toteuttamisessa epäonnistuminen johtaisi nähdäksemme hyväksyttävän arvostustason maltilliseen laskuun.

## Tulospohjainen arvostus korkea lyhyellä tähtäimellä, mutta laskee nopeasti

Ennusteillamme Loihteen yrityskauppojen poistoista oikaistut EV/EBIT-kertoimet ovat 20x ja 9,1x vuosina 2023 ja 2024. Vuokraveloista oikaistuna kertoimet ovat 16x ja 7,5x. Valtavan nettokassan rokottamat ja samaisen ennustejakson oikaistut P/E-luvut puolestaan asettuvat 33x ja 15x tasoille. Neutraaliksi arvioimiimme tasoihin peilattuna kuluvan vuoden kertoimet ovat erittäin korkeita, mutta ensi vuoden EV/EBIT-kertoimissa on taas jo nousuvaraa (25 %). Ensi vuonna myös tulostason tulisi olla tehtyjen tehostustoimien, paranevien laskutusasteiden ja kertaluonteisten haasteiden selättämisen myötä lähempänä nykyrakenteen todellista perustasoa. Näiden tekijöiden vuoksi annamme myös seuraavan vuoden kertoimille jo painoarvoa.

Normalisoidulla kestäväällä 4,0 %:n kannattavuustasolla ja hyväksytyllä 9-10x oikaistulla EV/EBIT-kerroinhaarukalla Loihteen osakekohtaiseksi arvoksi voitaisiin perustella 13,9-14,9 €/osake. Haarukka on suhteellisen konservatiivinen, mikä ottaa huomioon historiassa tulostasoon liittyntä heilahtelua. Menetelmä perustuu vuoden 2023 liikevaihtoon, jossa on huomioituna Hämeen lukko -yritysoston vaikutus täysimääräisesti. Lisäksi tuotto-odotusta tukee reilu 2 %:n osinkotuotto.

Edellä mainittua kokonaisuutta heijastellen absoluuttinen tulospohjainen hinnoittelu voidaan mielestämme tiivistää neutraaliksi kireäksi. Nykyinen hinnoittelu muuttuisi toisaalta nopeasti houkuttelevaksi, mikäli yhtiö onnistuu etenemään strategiansa mukaisesti. Emme näekään tulospohjaisessa arvostuksessa merkittävää

## Normalisoitu tulos ja absoluuttiset kertoimet

| Normalisoitu skenaario           | Alaraja     | Yläaraja    |
|----------------------------------|-------------|-------------|
| Proformaliikevaihto 2023         | 140         | 140         |
| Normalisoitu EBITA-%             | 4,0 %       | 4,0 %       |
| EBITA                            | 5,6         | 5,6         |
| Hyväksytyt EV/EBITA (toteutunut) | 9,0         | 10,0        |
| Yritysarvo                       | 50,5        | 56,1        |
| Vuokravastuista oik. nettokassa  | 29,4        | 29,4        |
| Markkina-arvo                    | 79,9        | 85,5        |
| <b>Markkina-arvo per osake</b>   | <b>13,9</b> | <b>14,9</b> |

## Normalisoitu tulos skenaario

| Normalisoitu                           | 2022  | 2023e | 2024e | 2025e | 2026e |
|--|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>Liikevaihto (nykyennusteet)</b>     | 123,0 | 139,0 | 149,5 | 156,4 | 163,2 |
| <b>Liikevaihdon kasvu</b>              | 3 %   | 13 %  | 8 %   | 5 %   | 4 %   |
| <b>Orgaaninen kasvu-%</b>              | 7 %   | 2 %   | 7 %   | 5 %   | 4 %   |
| <b>Epäorgaaninen kasvu-%</b>           | 11 %  | 11 %  | 1 %   | 0 %   | 0 %   |
| <b>EBITA</b>                           | 4,9   | 5,6   | 6,0   | 6,3   | 6,5   |
| <b>EBITA-%</b>                         | 4,0 % | 4,0 % | 4,0 % | 4,0 % | 4,0 % |
| <b>EV/EBITA</b>                        | 12,4  | 11,0  | 9,5   | 8,4   | 7,3   |
| <b>EV/EBITA (oik. Vuokravastuista)</b> | 9,9   | 9,3   | 7,8   | 6,7   | 5,7   |

# Arvonmääritys 3/5

laskuvaraa korkeista kuluvan vuoden kertoimista huolimatta. Nykyarvostuksella riskit pääoman allokoinnin ja kannattavuuden vahvistumisen epäonnistumisesta ovat mielestämme varsin hyvin hallitut hieman pidemmällä aikajänteellä ja suuren nettokassan voi nähdä myös osakkeen laskuvaraa rajoittavana tekijänä. Lisäksi liikevaihtopohjainen arvostus EV/S 0,43x sisältää jo varsin maltillisia tulevaisuuden odotuksia nykykokonaisuudelle.

## Arvostus lyhyellä aikavälillä verrokkeihin nähden koholla

Koska Loihteen liiketoiminnan rakenne on hyvin monipuolinen, ei yhtiölle voida koota täysin yhteismitallista verrokkijoukkoa. Helsingin pörssissä on kuitenkin tarjolla runsas joukko IT-palveluyhtiöitä. Nämä yhtiöt ovat käytännössä suoraan verrannollisia Loihteen Digitaalinen kehittäminen -liiketoiminnan kanssa ja niiden ansaintamallit omaavat tiettyjä yhteneväisyyksiä Turva-liiketoimintaan nähden. Olemme lisäksi olemme ottaneet mukaan ruotsalaiset Securitasin ja Tempest Securityn, jotka toimivat osin samoilla alueilla Loihteen turvaliiketoiminnan kanssa, vaikkakin suurin osa niiden liiketoiminnasta on vartiomiestoimintaa, jota Loihde ei harjoita. Verrokkiryhmästä on kuitenkin hyvä tiedostaa se, että yhtiöiden kannattavuusprofiilit, liiketoimintojen rakenteet ja riskitasot eivät ole täysin samanlaisia. Suurin osa Loihteen merkittävimmistä kilpailijoista on listaamattomia.

Yleisesti IT-palvelusektorin monien yhtiöiden arvostustasot ovat varsin matalia liikevaihtopohjaisesti, mutta tulos pohjaisesti koko ryhmän mediaani on suhteellisen korkea, koska useiden yhtiöiden tulos kunto on tänä vuonna normaalia heikommalla tasolla, mikä nostaa niiden

tulos pohjaisia arvostuskertoimia. Useiden tasaisten suorittajien (mm. Sili, Digia, Gofore) arvostuskertoimet ovat sen sijaan hyvinkin maltillisia niiden historiaan nähden.

Suomalaisiin IT-palveluyhtiöihin ja turvaverrokkeihin nähden Loihdetta hinnoitellaan EV/EBIT-pohjaisesti noin 100 % preemiolla vuonna 2023 ja linjassa verrokkeihin vuonna 2024. Preemiohinnoittelua verrokkeihin nähden on nähdäksemme vaikea perustella tuloskasvuun liittyvään epävarmuuteen ja verrokkien vahvoihin historiallisiin näyttöihin peilaten. Toisaalta Loihteen Turvaliiketoiminnan kysyntään ei kohdistu samanlaista talouden epävarmuudesta johtuvaa painetta kuin IT-palveluliiketoimintaan tällä hetkellä. Näkemyksemme mukaan Loihde tulisi kuitenkin nykyisessä kehitysvaiheessaan hinnoitella pienellä suhteellisella alennuksella, jonka valossa arvostus on hieman kireä. Mielestämme verrokkiryhmän tämänhetkinen hinnoittelu on kuitenkin varsin maltillinen ja Loihteella on selkeät edellytykset vahvaan tuloskasvuun lähivuosina, minkä vuoksi emme koe tätä arvonnäärityksessä dominoivana tekijänä.

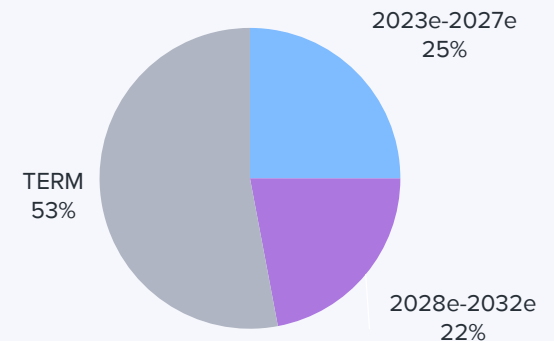
## Kassavirtapohjainen arvonnääritys

Annamme arvonnäärityksessämme painoarvoa myös kassavirtapohjaiselle mallille (DCF). Malli ei huomioi kassavirran heiluntaa ja olettaa nettokassan olevan tehokkaassa käytössä tai jaettavan omistajilla, mutta olemme kuitenkin käyttäneet DCF-mallimme muuttujissa konservatiivista näkemystä. Täten malli tarjoaa mielestämme hyvän lisän pidemmän aikavälin tuottopotentialiin tarkastelulle. DCF-mallimme mukainen osakkeen arvo on 14,8 euroa ja vuokraveloista oikaistuna 16,4 euroa.

## Suhteellinen arvonnääritys

| Suhteellinen arvonnääritys          | 2023e      | 2024e       | Keskiarvo   |
|-------------------------------------|------------|-------------|-------------|
| Verrokkien EV/EBIT (5 % alennus)    | 9,1x       | 8,6x        | 8,8x        |
| Oikaistu EBITA                      | 3,1        | 6,1         | 4,6         |
| Yritysarvo (EV)                     | 27,9       | 52,2        | 40,5        |
| Vuokravastuista oik. Nettokassa 23e | 29,4       | 29,4        | 29,4        |
| Markkina-arvo                       | 57,4       | 81,6        | 69,9        |
| <b>Markkina-arvo per osake</b>      | <b>9,5</b> | <b>14,2</b> | <b>12,2</b> |

## Kassavirran jakautuminen DCF-mallissa



# Arvonmääritys 4/5

Tämä on linjassa osien summa laskelmamme kanssa ja antaa mielestämme hyvän kuvan myös Loihteen nykyrakenteen mukaisesta käyvästä arvosta.

Ennustemallissamme yhtiön liikevaihdon kasvu tasaantuu pitkällä aikavälillä 4 % → 2 %:iin, jota olemme myös käyttäneet terminaalikasvunamme. Liikevoittomarginaali saavuttaa 4,7 %:n huipun vuoden 2026, jonka jälkeen se asteittain asettuu 4 %:iin terminaalivuonna. Yhtiön viime vuosien tekemiseen linjattuna tällainen kannattavuustaso on aavistuksen korkeampi, mutta valtavia suorituskykynostoja mallin mukainen suorittaminen ei kuitenkaan edellytä. Mallissamme terminaalijakson painoarvo on vielä kohtuullisella 53 % tasolla. Käyttämämme pääoman kustannus (WACC) on 9,2 % ja oman pääoman kustannus 9,5 %, mitkä ovat pitkälti linjassa IT-palvelusektorin verrokkien tuottovaatimuksiin ja huomioivat mielestämme hyvin Loihteen kokoluokan ja ennusteisiin liittyvät riskit.

## Osien summa

Olemme käyttäneet Loihteen arvonmäärityksessä myös osien summa -menetelmää, koska konsernin liiketoimintakokonaisuudessa on selkeää ulosmitattavaa potentiaalia. Emme usko yhtiön pyrkivän myymään sen osasia pois, mutta näemme arvon purkautumiselle olevan hyvät edellytykset liiketoimintojen kannattavuusparannuksien kautta. Loihte on tehnyt useita hallinnollisia rakenteita keventäviä toimia viime vuosina, ja lisäksi yhtiön tavoitteleman kasvun kautta hallinnossa on yhä selkeää skaalautumisvaraa, jonka avulla piilevä potentiaali voisi tulla esiin. Olemme käyttäneet suhteellisen konservatiivisia oletuksia ja pyrkineet

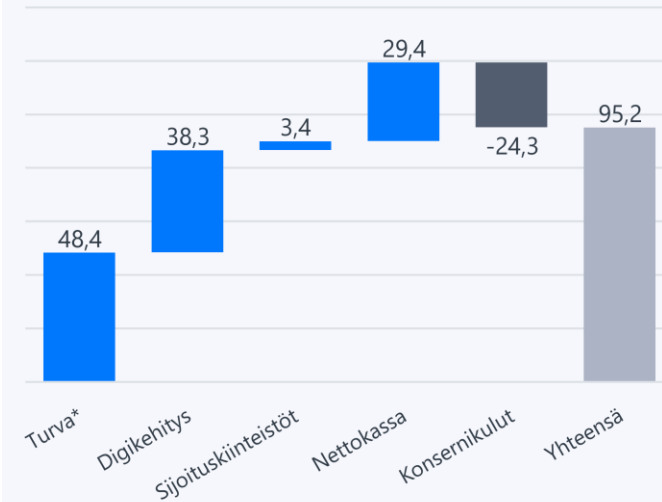
ankkuroimaan käytetyt arvostuskertoimet sellaisiksi mitä joku ostaja voisi olla valmis tarjoamaan liiketoiminnasta nykyhetkessä tasapainoillen tämän hetken tulostason ja tulevaisuuden potentiaalin välillä. Epävarmuutta aiheuttaa myös se, että yhtiö raportoi vain konsernin kannattavuuden eikä liiketoimintalueiden kannattavuuksia erikseen.

Turvaliiketoiminnan arvoa olemme pyrkineet haarukoimaan jakamalla sen erikseen fyysiseen (72 %) ja digitaaliseen turvaan (28 %). Fyysisen turvan arvioimme kykenevän nykyrakenteilla kestävästi 4 %:n EBITA-%:iin ja digitaalisen turvan 8 %:iin. Näin turvaliiketoiminnan kokonaiskannattavuus on 5,1 % laskelmassamme. Ymmärryksemme mukaan digitaalisen turvan liiketoiminnassa on selkeää ulosmitattavaa potentiaalia tällä hetkellä, ja sen nopeasti kasvavat osat (mm. CSOC ja IAM-palvelut) ovat myös sen kannattavimpia osasia. Kasvun jatkuessa korkeampi kestävä kannattavuustaso voisikin olla perusteltavissa. Digitaalisen turvan arvostuksessa olemme käyttäneet EV/EBITA 11x ja fyysisen turvan 9x kerrointa, jotka heijastelevat liiketoimintojen pääoman tuottoja, vakautta ja kasvupotentiaalia. Koko turvaliiketoiminnan EV/EBITA-kertoimeksi muodostuu laskelmassamme näin 10x ja EV/S-kertoimeksi 0,5x.

Digitaalisessa kehittämisessä olemme käyttäneet kestäväää 9,5 % EBITA-%:a ja 9x-kerrointa. Näin liikevaihtokertoimeksi muodostuu 0,9x, joka on linjassa verrokkien kanssa. Liikevaihtokerroin 1,0x voisi olla myös mielestämme perusteltu liiketoiminnan orgaanisen kasvu- ja kannattavuusprofiilin jälleen vahvistuessa.

## Osien summa -laskelma

|                                   | Liikevaihto | EBITA-%      | EBITA      | EV/EBITA | EV/S | Arvo        |
|-----------------------------------|-------------|--------------|------------|----------|------|-------------|
| Turva*                            | 95,7        | 5,1 %        | 4,9        | 9,9x     | 0,5x | 48,4        |
| Digikehitys                       | 44,8        | 9,5 %        | 4,3        | 9x       | 0,9x | 38,3        |
| Konsernikulut                     |             |              | -2,7       | 9x       |      | -24,3       |
| Sijoituskiinteistöt               |             |              |            |          |      | 3,4         |
| Nettokassa (ilman vuokravastuita) |             |              |            |          |      | 29,4        |
| <b>Yhteensä</b>                   | <b>140</b>  | <b>4,6 %</b> | <b>6,5</b> |          |      | <b>95,2</b> |
| <b>Per osake</b>                  |             |              |            |          |      | <b>16,6</b> |





# Arvonmääritys 5/5

Olemme arvottaneet yhtiön omistuksessa olevat sijoituskiinteistöt 3,4 MEUR arvolla, joka on jonkin verran tilinpäätöshetken arvioidun käyvän arvon alapuolella (3,7 MEUR). Konsernikuluiksi olemme arvioineet -2,7 MEUR, jotka niin ikään olemme arvottaneet 9x-kertoimella.

Koko konsernin arvoksi saamme näin 94 MEUR ja osakekohtaiseksi arvoksi 16,6 €/osake.

## Tuloskasvun realisoituminen ohjaa dominoivasti osakkeen tuotto-odotusta

Tarkastelemme myös Loihteen osakkeen tuotto-odotusta tuloskasvun, osinkotuoton ja hyväksytyin arvostuskertoimen näkökulmasta.

Arviomme mukaan yhtiöllä on vuosina 2023-2025 edellytykset erittäin vahvaan 75 %:n vuotuiseseen operatiiviseen tuloskasvuun suhteessa hyvin matalaan edeltävän 12 kuukauden tulostasoon (oik. EBIT-% 1,1 %). Ajureina toimivat digitaalisen kehittämisen laskutusasteiden nousu, orgaaninen kasvu ja turvaliiketoiminnan kannattavuusparannus. Selkeimpinä vastavoimina taas toimivat arviomme mukaan kustannusinflaatio ja epävarma markkinatilanne.

Yhtiön tase on erittäin vahva ja kassavirta vahvistaa sitä lähivuosina, mutta toisaalta yritysostot ovat myös yhtiön strategian keskiössä ja nykyisessä hallinnon rakenteessa olisi selkeää skaalautumisvaraa. Edellä mainitut seikat huomioiden ennustamme yhtiön maksavan tasaisesti kasvavaa osinkoa, joka vastaa reilun 2 %:n osinkotuottoa lähivuosille. Lisäksi Lohde on arvioimassa pääoman allokoitua uudelleen ja voi myös päättää syksyllä jakaa ylimääräisiä pääomia omistajille (1,0 €/osake lisäosion mahdollisuus) päivitetystä strategiasta riippuen.

Edellisen 12 kuukauden arvostuskertoimissa (oik. EV/EBIT 37x) on näkemyksemme mukaan selkeää laskuvaraa, joka on luonnollista normaalia ja potentiaalia selkeästi heikomman tuloskannun vuoksi. Arvostuskertoimet laskevatkin nopeasti ennustamamme tuloskasvun myötä.

Osinkotuotosta, tuloskasvusta ja arvostuskertoimista muodostuva osakkeen tuotto-odotus ~7-11 % jää vielä keskimäärin tuottovaatimuksemme alle. Osakkeen tuotto-odotus on arviomme mukaan selvästi positiivinen, mutta ei kuitenkaan riitä kompensoimaan nykyhetkessä markkinatilanteeseen ja kannattavuustason noston realisoitumiseen liittyviä riskejä.

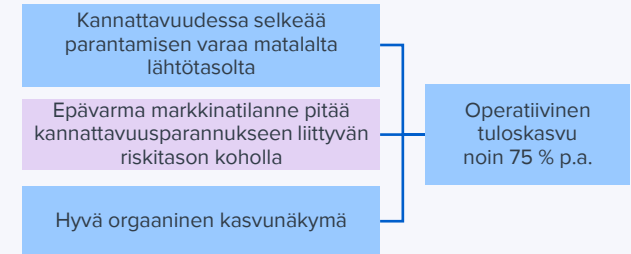
## Arvostus kokonaisuutena varsin käyväällä tasolla

Kokonaisuutena näemme Loihteen hinnoittelun olevan melko käyväällä tasolla seuraavan 12kk aikajänteellä epävarmassa markkinatilanteessa ja jäämme toistaiseksi vielä odottamaan parempaa tuotto-riskisuhdetta. Loihteesta voi mielestämme kuoriutua lähivuosina mielenkiintoinen sijoitustarina vahvan kannattavuusparannuksen, uniikin kokonaistarjoaman ja hyvän orgaanisen kasvun siivittämänä. Tällä hetkellä olemme kuitenkin vielä varovaisia tarttumaan osakkeeseen turvaliiketoiminnan alkuvuoden ERP-haasteiden ja uudisrakentamisen sekä digitaalisen kehittämisen markkinan epävarmuuden vuoksi. Näytöt pärjäämisestä nykyisessä vaikeassa markkinatilanteessa voisivat sen sijaan tarjota positiivisia kurssiajureita osakkeelle. Toistamme vähennä-suosituksemme ja laskemme tavoitehintamme 14,8 euroon suuren lisäosion irttoamisen jälkeen.

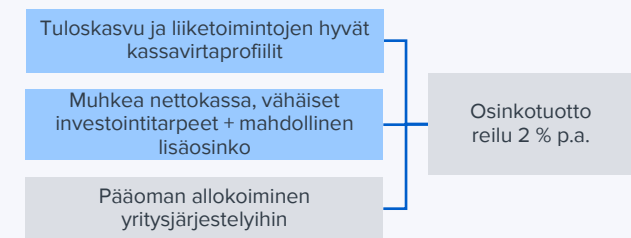
## Osaketuoton ajurit 2023-2025

■ Positiivinen ■ Neutraali ■ Negatiivinen

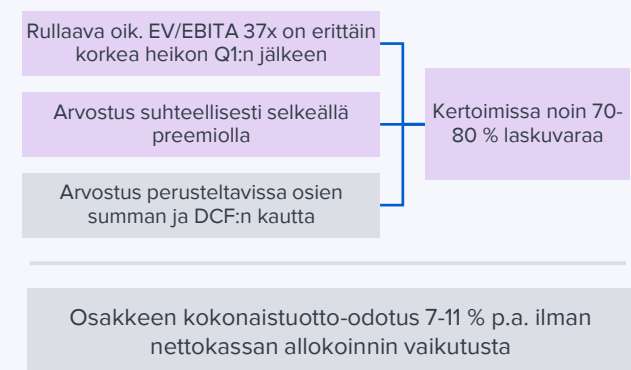
### Tulostuoton ajurit



### Osinkotuoton ajurit



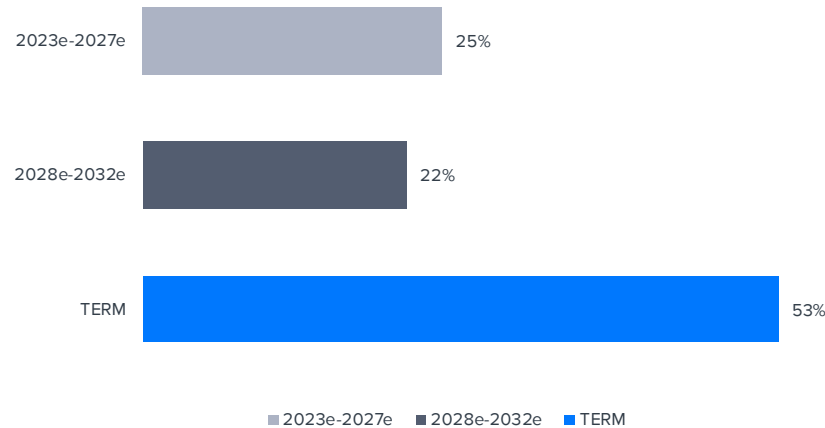
### Arvostuskertoimien ajurit



# DCF-laskelma

| DCF-laskelma                            | 2022        | 2023e       | 2024e       | 2025e       | 2026e       | 2027e       | 2028e       | 2029e       | 2030e       | 2031e       | 2032e       | TERM        |
|---|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Liikevaihdon kasvu-%                    | 17,8 %      | 13,0 %      | 7,5 %       | 4,7 %       | 4,3 %       | 4,0 %       | 3,5 %       | 3,0 %       | 2,5 %       | 2,5 %       | 2,0 %       | 2,0 %       |
| Liikevoitto-%                           | 5,2 %       | 1,5 %       | 3,7 %       | 4,4 %       | 4,7 %       | 4,4 %       | 4,5 %       | 4,2 %       | 4,1 %       | 4,0 %       | 4,0 %       | 4,0 %       |
| <b>Liikevoitto</b>                      | <b>6,4</b>  | <b>2,1</b>  | <b>5,5</b>  | <b>6,9</b>  | <b>7,7</b>  | <b>7,5</b>  | <b>7,9</b>  | <b>7,6</b>  | <b>7,6</b>  | <b>7,6</b>  | <b>7,8</b>  |             |
| + Kokonaispoistot                       | 6,9         | 7,2         | 7,7         | 8,0         | 8,3         | 8,3         | 8,2         | 8,4         | 8,6         | 8,8         | 8,8         |             |
| - Maksetut verot                        | -0,6        | -0,5        | -1,3        | -1,6        | -1,5        | -1,6        | -1,7        | -1,6        | -1,6        | -1,6        | -1,6        |             |
| - verot rahoituskuluista                | -0,6        | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |             |
| + verot rahoitustuotoista               | 0,0         | 0,1         | 0,1         | 0,1         | 0,1         | 0,1         | 0,1         | 0,1         | 0,1         | 0,1         | 0,1         |             |
| - Käyttöpääoman muutos                  | -2,6        | -0,4        | 0,7         | -0,3        | -0,6        | -0,6        | -0,6        | -0,6        | -0,5        | -0,6        | -0,5        |             |
| <b>Operatiivinen kassavirta</b>         | <b>9,6</b>  | <b>8,5</b>  | <b>12,6</b> | <b>13,1</b> | <b>13,9</b> | <b>13,8</b> | <b>13,9</b> | <b>13,9</b> | <b>14,1</b> | <b>14,3</b> | <b>14,5</b> |             |
| + Korottomien pitkä aik. velk. lis.     | -0,3        | -1,0        | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |             |
| - Bruttoinvestoinnit                    | -16,7       | -6,8        | -6,9        | -7,3        | -7,6        | -7,9        | -8,2        | -8,4        | -8,6        | -8,8        | -8,8        |             |
| <b>Vapaa operatiivinen kassavirta</b>   | <b>-7,5</b> | <b>0,7</b>  | <b>5,7</b>  | <b>5,8</b>  | <b>6,3</b>  | <b>5,9</b>  | <b>5,7</b>  | <b>5,5</b>  | <b>5,5</b>  | <b>5,5</b>  | <b>5,7</b>  |             |
| +/- Muut                                | 4,8         | -2,4        | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |             |
| Vapaa kassavirta                        | -2,7        | -1,7        | 5,7         | 5,8         | 6,3         | 5,9         | 5,7         | 5,5         | 5,5         | 5,5         | 5,7         | 81,0        |
| <b>Diskontattu vapaa kassavirta</b>     |             | <b>-1,7</b> | <b>4,9</b>  | <b>4,6</b>  | <b>4,6</b>  | <b>3,9</b>  | <b>3,5</b>  | <b>3,1</b>  | <b>2,8</b>  | <b>2,6</b>  | <b>2,5</b>  | <b>34,9</b> |
| Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta |             | 65,9        | 67,6        | 62,6        | 58,0        | 53,4        | 49,4        | 45,9        | 42,8        | 40,0        | 37,4        | 34,9        |
| <b>Velaton arvo DCF</b>                 |             | <b>65,9</b> |             |             |             |             |             |             |             |             |             |             |
| - Korolliset velat                      |             | -8,8        |             |             |             |             |             |             |             |             |             |             |
| + Rahavarat                             |             | 32,4        |             |             |             |             |             |             |             |             |             |             |
| -Vähemmistöosuus                        |             | 0,0         |             |             |             |             |             |             |             |             |             |             |
| -Osinko/pääomapalautus                  |             | -4,6        |             |             |             |             |             |             |             |             |             |             |
| <b>Oman pääoman arvo DCF</b>            |             | <b>84,9</b> |             |             |             |             |             |             |             |             |             |             |
| <b>Oman pääoman arvo DCF per osake</b>  |             | <b>14,8</b> |             |             |             |             |             |             |             |             |             |             |

## Rahavirran jakauma jaksoittain



## Pääoman kustannus (WACC)

|   |              |
|---|--------------|
| Vero-% (WACC)                           | 20,0 %       |
| Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)     | 5,0 %        |
| Vieraan pääoman kustannus               | 4,0 %        |
| Yrityksen Beta                          | 1,20         |
| Markkinoiden riski-preemio              | 4,75 %       |
| Likviditeettipreemio                    | 1,30 %       |
| Riskitön korko                          | 2,5 %        |
| <b>Oman pääoman kustannus</b>           | <b>9,5 %</b> |
| <b>Pääoman keskim. kustannus (WACC)</b> | <b>9,2 %</b> |

Lähde: Inderes

# Verrokkiryhmän arvostus

| Verrokkiryhmän arvostus<br>Yhtiö                           | Markkina-arvo | Yritysarvo | EV/EBIT (oik.) |             | EV/EBITDA    |              | EV/Liikevaihto |              | P/E (oik.)   |             | Osinkotuotto-% |              | P/B          |
|--|---------------|------------|----------------|-------------|--------------|--------------|----------------|--------------|--------------|-------------|----------------|--------------|--------------|
|  | MEUR          | MEUR       | 2023e          | 2024e       | 2023e        | 2024e        | 2023e          | 2024e        | 2023e        | 2024e       | 2023e          | 2024e        | 2023e        |
| Digia*   | 163           | 175        | 9,0            | 7,6         | 7,4          | 6,4          | 0,9            | 0,8          | 11,2         | 9,7         | 3,1            | 3,3          | 1,9          |
| Digital Workforce*   | 49            | 34         | 40,7           | 13,3        | 29,1         | 11,7         | 1,1            | 0,9          | 71,5         | 23,4        |                |              | 2,7          |
| Gofore*  | 370           | 340        | 11,8           | 10,2        | 10,9         | 9,4          | 1,8            | 1,5          | 16,1         | 14,9        | 2,1            | 2,5          | 3,5          |
| Innofactor*  | 43            | 52         | 8,6            | 7,5         | 5,9          | 5,2          | 0,7            | 0,6          | 9,9          | 8,9         | 5,8            | 6,6          | 1,5          |
| Netum Group*   | 40            | 41         | 11,2           | 9,5         | 10,4         | 8,9          | 1,2            | 1,0          | 13,6         | 12,0        | 4,2            | 4,5          | 3,6          |
| Nixu*  | 95            | 97         | 25,1           | 18,4        | 18,8         | 15,0         | 1,4            | 1,3          | 35,6         | 25,5        |                |              | 5,0          |
| Tietoenvy  | 3008          | 3601       | 9,0            | 8,2         | 7,7          | 7,1          | 1,2            | 1,1          | 10,2         | 9,5         | 5,9            | 6,1          | 1,7          |
| Solteq*  | 23            | 44         |                | 18,2        | 3,3          | 5,9          | 0,7            | 0,7          |              | 46,6        |                | 2,5          | 0,8          |
| Siili Solutions*   | 124           | 113        | 8,5            | 7,0         | 6,8          | 5,7          | 0,9            | 0,7          | 13,0         | 11,1        | 2,0            | 2,4          | 2,3          |
| Vincit*  | 79            | 66         | 7,4            | 5,9         | 7,0          | 5,6          | 0,6            | 0,5          | 11,5         | 9,6         | 3,5            | 4,2          | 1,8          |
| Witted Megacorp*   | 55            | 46         | 64,0           | 9,9         | 59,7         | 9,8          | 0,6            | 0,5          | 75,1         | 15,5        |                |              | 2,8          |
| Knowit AB  | 451           | 542        | 13,8           | 11,9        | 7,8          | 7,2          | 0,9            | 0,8          | 17,3         | 14,5        | 4,1            | 4,1          | 1,2          |
| Bouvet ASA   | 582           | 598        | 16,5           | 15,3        | 13,9         | 13,0         | 2,1            | 1,9          | 21,1         | 19,5        | 4,1            | 4,5          | 13,1         |
| Securitas AB   | 4068          | 7732       | 10,2           | 9,0         | 7,1          | 6,7          | 0,6            | 0,6          | 8,3          | 7,6         | 4,6            | 5,1          | 1,2          |
| Tempest Security AB  | 14            | 16         | 8,2            | 5,0         | 5,0          | 3,4          | 0,4            | 0,3          | 10,3         | 5,8         |                |              | 0,0          |
| <b>Loihde (Inderes)</b>                                    | <b>80</b>     | <b>60</b>  | <b>19,5</b>    | <b>9,1</b>  | <b>6,2</b>   | <b>4,2</b>   | <b>0,4</b>     | <b>0,4</b>   | <b>32,6</b>  | <b>15,4</b> | <b>2,2</b>     | <b>2,3</b>   | <b>0,7</b>   |
| <b>Keskiarvo</b>   |               |            | <b>17,4</b>    | <b>10,4</b> | <b>13,4</b>  | <b>8,1</b>   | <b>1,0</b>     | <b>0,9</b>   | <b>23,2</b>  | <b>15,6</b> | <b>3,9</b>     | <b>4,2</b>   | <b>2,9</b>   |
| <b>Mediaani kaikki</b>                                     |               |            | <b>10,7</b>    | <b>9,5</b>  | <b>7,7</b>   | <b>7,1</b>   | <b>0,9</b>     | <b>0,8</b>   | <b>13,3</b>  | <b>12,0</b> | <b>4,1</b>     | <b>4,2</b>   | <b>1,9</b>   |
| <b>Erutus-% vrt. mediaani kaikki</b>                       |               |            | <b>83 %</b>    | <b>-4 %</b> | <b>-19 %</b> | <b>-40 %</b> | <b>-49 %</b>   | <b>-54 %</b> | <b>146 %</b> | <b>28 %</b> | <b>-48 %</b>   | <b>-45 %</b> | <b>-60 %</b> |
| <b>Mediaani suomalaiset ja turvaverrokit</b>               |               |            | <b>9,6</b>     | <b>9,0</b>  | <b>7,4</b>   | <b>6,7</b>   | <b>0,85</b>    | <b>0,73</b>  | <b>12,2</b>  | <b>11,1</b> | <b>3,9</b>     | <b>4,2</b>   | <b>1,9</b>   |
| <b>Erutus-% vrt. mediaani suomalaiset ja turvaverrokit</b> |               |            | <b>104 %</b>   | <b>1 %</b>  | <b>-16 %</b> | <b>-36 %</b> | <b>-49 %</b>   | <b>-49 %</b> | <b>167 %</b> | <b>38 %</b> | <b>-44 %</b>   | <b>-45 %</b> | <b>-60 %</b> |

Lähde: Refinitiv / Inderes

# Yhteenveto

| Tuloslaskelma             | 2020        | 2021        | 2022        | 2023e        | 2024e        | Osakekohtaiset luvut         | 2020        | 2021        | 2022        | 2023e        | 2024e        |
|---------------------------|-------------|-------------|-------------|--------------|--------------|------------------------------|-------------|-------------|-------------|--------------|--------------|
| Liikevaihto               | 101,0       | 104,4       | 123,0       | 139,0        | 149,5        | EPS (raportoitu)             | -0,72       | 0,08        | 0,53        | 0,27         | 0,80         |
| Käyttökate                | 5,4         | 5,4         | 13,3        | 9,2          | 13,1         | EPS (oikaistu)               | 0,38        | 0,31        | 0,18        | 0,43         | 0,91         |
| Liikevoitto               | -3,8        | -0,9        | 6,4         | 2,1          | 5,5          | Operat. kassavirta / osake   | 0,54        | 1,55        | 1,67        | 1,48         | 2,20         |
| Voitto ennen veroja       | -3,1        | 0,2         | 4,1         | 2,5          | 5,9          | Vapaa kassavirta / osake     | -1,64       | -1,04       | -0,47       | -0,30        | 0,99         |
| Nettovoitto               | -4,2        | 0,5         | 3,4         | 1,5          | 4,6          | Omapääoma / osake            | 19,13       | 18,23       | 19,43       | 18,89        | 19,39        |
| Kertaluontoiset erät      | -8,0        | -1,6        | 2,4         | -1,0         | -0,6         | Osinko / osake               | 2,70        | 0,55        | 0,80        | 0,30         | 0,32         |
| <b>Tase</b>               | <b>2020</b> | <b>2021</b> | <b>2022</b> | <b>2023e</b> | <b>2024e</b> | <b>Kasvu ja kannattavuus</b> | <b>2020</b> | <b>2021</b> | <b>2022</b> | <b>2023e</b> | <b>2024e</b> |
| Taseen loppusumma         | 145,9       | 146,3       | 150,9       | 148,8        | 151,9        | Liikevaihdon kasvu-%         | 3 %         | 3 %         | 18 %        | 13 %         | 8 %          |
| Oma pääoma                | 110,6       | 109,6       | 111,3       | 108,3        | 111,1        | Käyttökateen kasvu-%         | -3 %        | -1 %        | 149 %       | -31 %        | 42 %         |
| Liikearvo                 | 44,8        | 53,5        | 62,8        | 63,2         | 63,2         | Liikevoiton oik. kasvu-%     | 24 %        | -81 %       | 420 %       | -23 %        | 99 %         |
| Nettovelat                | -41,0       | -34,1       | -23,6       | -20,0        | -24,3        | EPS oik. kasvu-%             | -88 %       | -19 %       | -42 %       | 140 %        | 112 %        |
| <b>Kassavirta</b>         | <b>2020</b> | <b>2021</b> | <b>2022</b> | <b>2023e</b> | <b>2024e</b> | Käyttökate-%                 | 5,4 %       | 5,1 %       | 10,8 %      | 6,6 %        | 8,8 %        |
| Käyttökate                | 5,4         | 5,4         | 13,3        | 9,2          | 13,1         | Oik. Liikevoitto-%           | 4,1 %       | 0,7 %       | 3,2 %       | 2,2 %        | 4,1 %        |
| Nettokäyttöpääoman muutos | -2,5        | 3,4         | -2,6        | -0,4         | 0,7          | Liikevoitto-%                | -3,8 %      | -0,8 %      | 5,2 %       | 1,5 %        | 3,7 %        |
| Operatiivinen kassavirta  | 3,1         | 9,3         | 9,6         | 8,5          | 12,6         | ROE-%                        | -3,6 %      | 0,4 %       | 2,8 %       | 1,4 %        | 4,2 %        |
| Investoinnit              | -13,7       | -15,7       | -16,7       | -6,8         | -6,9         | ROI-%                        | -3,2 %      | -0,7 %      | 5,4 %       | 2,1 %        | 4,9 %        |
| Vapaa kassavirta          | -9,5        | -6,3        | -2,7        | -1,7         | 5,7          | Omavaraisuusaste             | 75,8 %      | 74,9 %      | 73,8 %      | 72,7 %       | 73,2 %       |
|                           |             |             |             |              |              | Nettovelkaantumisaste        | -37,1 %     | -31,1 %     | -21,2 %     | -18,5 %      | -21,9 %      |
| <b>Arvostuskertoimet</b>  | <b>2020</b> | <b>2021</b> | <b>2022</b> | <b>2023e</b> | <b>2024e</b> |                              |             |             |             |              |              |
| EV/Liikevaihto            | 0,8         | 0,6         | 0,4         | 0,4          | 0,4          |                              |             |             |             |              |              |
| EV/EBITDA (oik.)          | 14,2        | 9,0         | 5,0         | 6,2          | 4,2          |                              |             |             |             |              |              |
| EV/EBIT (oik.)            | 18,8        | 82,8        | 13,0        | 19,5         | 9,1          |                              |             |             |             |              |              |
| P/E (oik.)                | 53,8        | 52,6        | 73,9        | 32,6         | 15,4         |                              |             |             |             |              |              |
| P/B                       | 1,1         | 0,9         | 0,7         | 0,7          | 0,7          |                              |             |             |             |              |              |
| Osinkotuotto-%            | 13,2 %      | 3,4 %       | 6,1 %       | 2,2 %        | 2,3 %        |                              |             |             |             |              |              |

Lähde: Inderes

# Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

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

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

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

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

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

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

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

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

Kaikki Inderes Oyj:n osakeomistukset sen seurannassa olevissa kohdeyhtiöissä esitetään yksilöityinä oikeaa rahaa sijoitavassa Inderes Oyj:n [mallisalkussa](#).

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

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

## Suositushistoria (>12 kk)

| Pvm                        | Suositus | Tavoite | Osakekurssi |
|----------------------------|----------|---------|-------------|
| 08/10/2021                 | Myy      | 19,00 € | 22,75 €     |
| 31/10/2021                 | Vähennä  | 19,00 € | 20,00 €     |
| 07/03/2022                 | Vähennä  | 16,00 € | 15,30 €     |
| 05/05/2022                 | Vähennä  | 16,00 € | 15,60 €     |
| <i>Analytiikko vaihtuu</i> |          |         |             |
| 24/05/2022                 | Lisää    | 15,00 € | 13,65 €     |
| 29/08/2022                 | Osta     | 15,00 € | 11,80 €     |
| 01/09/2022                 | Lisää    | 14,50 € | 12,60 €     |
| 07/10/2022                 | Lisää    | 13,50 € | 11,75 €     |
| 01/11/2022                 | Lisää    | 14,00 € | 12,35 €     |
| 28/02/2023                 | Vähennä  | 14,00 € | 14,20 €     |
| 06/03/2023                 | Vähennä  | 15,00 € | 15,05 €     |
| 26/04/2023                 | Vähennä  | 15,00 € | 16,80 €     |
| 02/05/2023                 | Vähennä  | 15,00 € | 15,50 €     |
| 30/05/2023                 | Vähennä  | 14,80 € | 13,95 €     |

Inderes yhdistää pörssiyritykset ja sijoittajat. Asiakkainamme on yli 400 pohjoismaista pörssiyritystä, jotka haluavat palvella sijoittajia tarjoamalla parempaa sijoittajaviestintää. Yhteisöömme kuuluu yli 70 000 aktiivista sijoittajaa.

Yhteiskunnallisena tavoitteenamme on demokratisoida tieto finanssimarkkinoilla.

Rakennamme pörssiyrityksien tarpeisiin ratkaisuja, joiden avulla voidaan tehdä tehokasta ja oikeat kohderyhmät tavoitettavaa sijoittajaviestintää. Liikevaihdostamme suurin osa muodostuu pörssiyrityksiä asiakkailta, joille tarjottavia päätuotteitamme ovat Tilausanalyysi, Virtuaalitapahtumaratkaisut (Flik), Yhtiökokousratkaisut sekä Teknologia- ja IR-ratkaisut.

Sijoittajayhteisölle tarjoamme palveluita, joiden avulla jäsenet voivat oppia ja kehittyä, tutustua muihin sijoittajiin sekä saada ajantasaista tietoa sijoituspäätösten tueksi.

Inderes on listattu Nasdaq First North markkinapaikalla ja toimii Suomessa, Ruotsissa, Norjassa ja Tanskassa.

### Inderes Oyj

Itämerentori 2

00180 Helsinki

+358 10 219 4690

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



STARMINE  
ANALYST AWARDS  
FROM REFINITIV



THOMSON REUTERS  
ANALYST AWARDS



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



Mikael Rautanen  
2014, 2016, 2017, 2019



Sauli Vilén  
2012, 2016, 2018, 2019, 2020



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



Olli Koponen  
2020



Joni Grönqvist  
2019, 2020



Erkki Vesola  
2018, 2020



Petri Gostowski  
2020



Atte Riikola  
2020

**Analyysi kuuluu  
kaikille.**