

Netum Group

Seurannan aloitus

03.06.2021 08.00



Joonas Korkiakoski
+358 40 182 8660
joonas.korkiakoski@inderes.fi

✓ Inderes Yhtiöasiakas

inde
res.

Kokonaisvaltainen tuloksentekijä

Netum on kotimarkkinaa keskittynyt ja julkisella sektorilla tukevan jalansijan omaava IT-palvelutalo. Viimeisten vuosien aikana Netumin orgaaninen kasvu on ollut oivaa ja kannattavuuden näkökulmasta hallittua. Samalla yhtiö on toteuttanut myös kohdennettuja ja omia kyvykkyksiä täydentäneitä yritysjärjestelyjä. Netumin laajaa palvelutarjoamaa, kulutehokasta toimintamallia sekä toimialan terveitä kysyntäajureita mukaillen pidämme tulevien vuosien tuloskasvunäkymää hyvänä. Osakkeen hinnassa on kuitenkin sisällä jo hieman liikaa tätä hyvää, emmekä näe tuotto/riski-suhdetta riittävänä. Aloitamme seurannan vähennä-suosituksella ja 4,20 euron tavoitehinnalla.

IT-palvelualan moniosaaja

Netumin toiminnan kulmakivet muodostuvat digipalveluiden kehityksestä, jatkuvuuspalveluista, kyberturvasta, johdon konsultoinnista sekä integraatioista. Näiden lisäksi yhtiöltä löytyy vielä toistaiseksi pieni määrä pitkällä aikavälillä hyvän skaalautumispotentiaalin tuoteliiketoimintaa sekä muuta oman kilpailuaseman kannalta tärkeää kyvykkyyttä kuten data- ja automaatio-osaamista. Pitkällä aikavälillä palvelutarjoaman arvokkaimmat alueet ovat mielestämme jatkuvuuspalveluihin ja integraatioihin liittyvät osaamiset, sillä ne lisäävät erottautumismahdollisuuksia, avaavat ristiinmyyntitilaisuuksia sekä parantavat edellytyksiä strategisten kumppanuuksien solmimiselle. Näiden osaamisten (ml. kokoaan suurempi toimituskyky) ohella yhtiön keskeisimmät vahvuudet kohdistuvat mielestämme myös pienelle toimijalle tärkeään ketteryyteen ja korkeaan kulutehokkuuteen sekä julkisen sektorin prosessin hallitsemiseen. Keskeisimpinä riskeinä pidämme puolestaan asiakasjakautuman rakennetta, osaajakilpailuissa epäonnistumista sekä uudistumiskyvyn menettämistä.

Kasvuyhtiö terveiden ajureiden markkinassa

IT-palvelumarkkinan pidemmän aikavälin kasvunäkymä on hyvä. Tämän taustalla on mielestämme kaksi vahvaa pääajuria: 1) asiakkaiden pyrkimykset tehostaa omia liiketoimintoja ketterillä digitaalisilla ratkaisuilla (ts. tuottavuusloikkien haku) sekä 2) pyrkimykset kokonaan uusien liiketoimintojen rakentamiselle ja sitä kautta kilpailuetujen löytämiselle. Netumin oma kasvustrategia on kunnianhimoinen, sillä vuoteen 2023 mennessä yhtiö tavoittelee 30 MEUR:n liikevaihtoa ja siten noin 20 % vuotuista orgaanista kasvua. Tähän yltäminen edellyttää hyviä onnistumisia sekä uusien osaajien värväämisessä että oman kilpailukyvyyn säilyttämisessä. Odotuksemme lähivuosien kasvuvauhdille ovat yhtiön itsensä asettamia tavoitteita maltillisemmat. Kannattavuuden osalta Netum puolestaan tähtää vähintään 15 % käyttökatteeseen. Viime vuosien tuloksentekokykyyn ja ennakkoimaamme kasvuvauhtiin peilattuna tavoitteen saavuttamisen tulisi onnistua ilman suurempia ongelmia.

Arvostus on hieman liian vaativa

Netumin ennusteidemme mukaiset oikaistut ja ison nettokassan mukaan lukevat P/E-luvut vuosille 2021 ja 2022 ovat 20x ja 18x, kun taas vahvan taseen paremmin huomioivat EV/EBIT-kertoimet ovat 14x ja 12x. Tulospohjaiset kertoimet asettuvat nykyiselle kehitysvaiheelle hyväksymiemme tasojen yläpuolelle, mitä mukaillen pidämme absoluuttista arvostusta hieman liian vaativana. Odottamastamme tuloskasvusta, pienestä osingosta ja kertomien laskuvarasta muodostuva vuotuinen tuotto-odotus ei mielestämme nouse oman pääoman tuottovaateen yläpuolelle. Tämä tekee osakkeen tuotto/riski-suhteesta heikon, vaikka keskipitkällä ja pitkällä aikavälillä se saakin konkreettista tukea vahvan taseen sisältämisestä yritysjärjestelyvaroista.

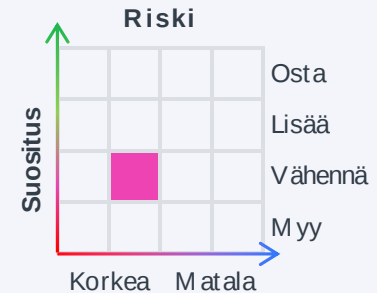
Suositus

Vähennä

4,20 EUR

Osakekurssi:

4,45



Avainluvut

	2020	2021e	2022e	2023e
Liikevaihto	17,5	20,9	22,6	24,1
kasvu-%	31 %	19 %	8 %	7 %
EBIT oik.	3,1	3,3	3,6	3,9
EBIT-% oik.	17,6 %	15,9 %	16,0 %	16,2 %
Nettotulos	1,3	1,2	2,0	2,2
EPS (oik.)	0,24	0,22	0,24	0,26

P/E (oik.)	13,4	20,2	18,4	17,0
P/B	5,6	3,7	3,4	3,1
Osinkotuotto-%	1,5 %	1,6 %	1,8 %	2,0 %
EV/EBIT (oik.)	10,2	13,5	11,9	10,5
EV/EBITDA	9,7	15,9	11,4	10,0
EV/Liikevaihto	1,8	2,1	1,9	1,7

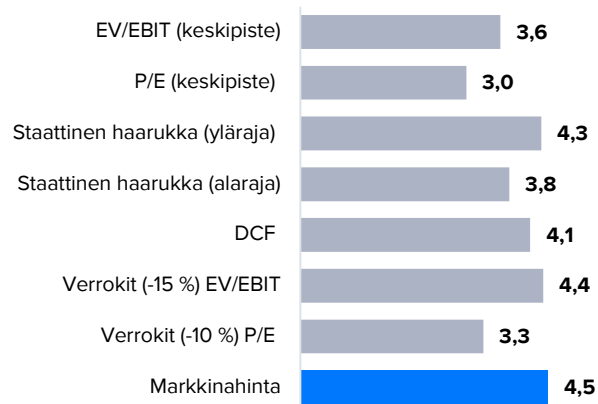
Lähde: Inderes

Ohjeistus

(Ennallaan)

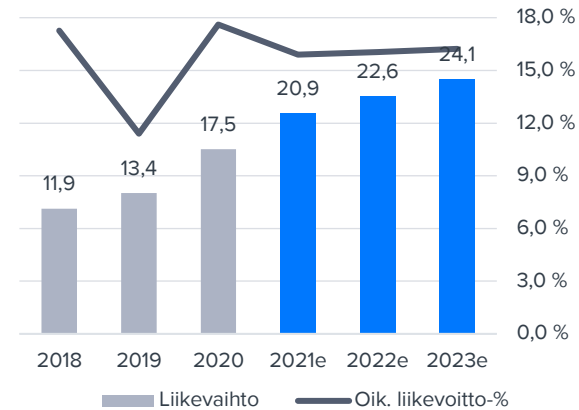
Netum arvioi liikevaihdon kasvavan 20-22 MEUR:oon ja vertailukelpoisen EBITA:n olevan 3,1-3,5 MEUR tilikaudella 2021

Arvonmäärityksen yhteenveto (per osake)



Lähde: Inderes

Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

MCAP
51
MEUR

EV
45
MEUR

EV/EBIT (oik.)
14x
2021e

P/E (oik.)
20x
2021e



Arvoajurit

- Toimialan kysyntäajurit ovat vahvoja ja pidemmän aikavälin kasvunäkymä on hyvä
- Laaja palvelutarjoama vahvistaa edellytyksiä strategisten kumppanuuksien solmimiselle
- Toimintamalli on kustannustehokas
- Omia kyvykkyyksiä vahvistavat yritysjärjestelyt
- Tuoteliiketoiminnat pitkän aikavälin mahdollisuuksia



Riskitekijät

- Kasvun hallitseminen ja osajakilpailussa pärjääminen
- Riippuvuus suurista asiakkaista ja julkisesta sektorista
- Kustannustehokkaan toimintamallin heikkeneminen
- Uudistumiskyvyn menettäminen
- Yritysjärjestelyjen epäonnistuminen
- Kilpailukentän rakenteelliset muutokset



Arvostus

- Tulokertoimet ovat hyväksymämme kerroinhaarukan yläpuolella
- Suhteellinen alennus on toistaiseksi perusteltu ja sen nykyinen kokoluokka on järkevä
- Hinta asettuu lähelle arvioimamme käyvän arvon haarukan ylälaitaa
- Emme pidä vuotuista tuotto-odotusta riittävän hyvänä

Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus	6-8
Liiketoimintamalli	9-13
Sijoitusprofiili	14-17
Toimiala	18-23
Kilpailukenttä	24-26
Strategia	27-28
Taloudellinen tilanne	29-31
Ennusteet	32-36
Arvonmääritys	37-41
Vastuuvapauslauseke	42

Netum lyhyesti

Netum on kasvuhakuinen IT-palveluyhtiö, jonka tarjoama kattaa ison osan digitaalisten palveluiden arvoketjusta.

2000

Liiketoiminnan käynnistäminen

20 % (orgaanisesti 14 %)

Liikevaihdon keskimääräinen kasvu 2017-2020

23 %

EBITA:n keskimääräinen kasvu 2017-2020

17,5 MEUR

Liikevaihto 2020

3,1 MEUR (17,6 % liikevaihdosta)

Liikearvopoistoista oikaistu liikevoitto 2020

79 % / 21 %

Julkisen sektorin / yksityisen sektorin osuus liikevaihdosta

146

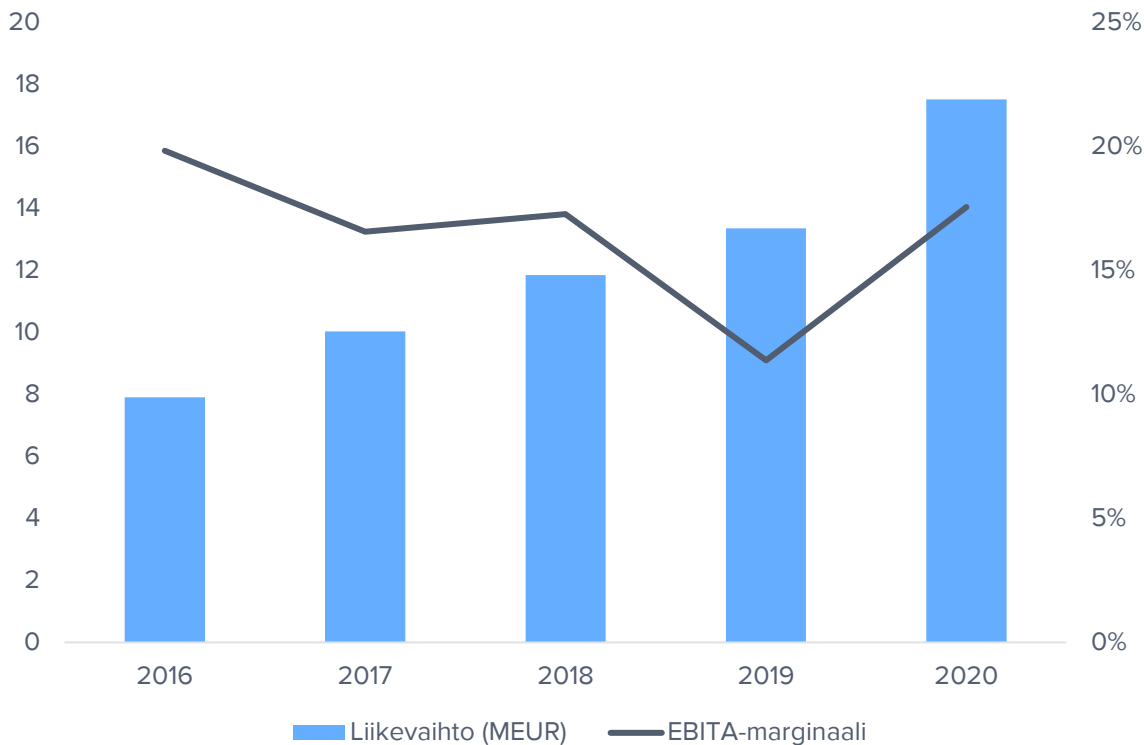
Henkilöstö Q1'21:llä keskimäärin

Vuodet 2016-2018

- Vuonna 2017 perustetaan Netum Group, joka ostaa Netum Oy:n ja Osaamo Oy:n osakekannat
- Myöhemmin vuonna 2017 hankintaan nykyisen Netum DUX IT-omaisuudenhallintajärjestelmän perustana olevat IPR-oikeudet
- Kannattavuus pysyy erinomaisella tasolla ja orgaanista kasvua ajaa laskutusasteiden nousu

Vuodet 2019-2020

- Vuonna 2019 omaa integraatio-osaamista vahvistetaan AgentIT-yrityskaupalla
- EURA 2021-kilpailutuksen voitto on kooltaan merkittävä ja hyvä osoitus yhtiön omasta kilpailukyvyvystä
- Etupainoiset investoinnit rasittavat kannattavuutta vuonna 2019
- Vuonna 2020 EURA 2021-hankkeen toteutus käynnistyy ja tulostaso palautuu



Yhtiökuvaus 1/2

Yhtiökuvaus

IT-palvelualan moniosaaja

Netum on vuonna 2000 liiketoimintansa käynnistänyt, kotimarkkinaa keskittynyt ja teknologiariippumaton IT-palveluyhtiö. Netumin tarjoaman varsinaiset kulmakivet muodostuvat digipalveluiden kehityksestä, järjestelmien integraatioista ja jatkuvuuspalveluista, kyberturvasta sekä johdon konsultoinnista. Näiden pääpalvelualueiden rinnalta löytyy lisäksi vielä toistaiseksi pieni määrä pitkällä aikavälillä hyvän skaalautumispotentiaalin tuoteliiketoimintaa sekä muuta oman kilpailuaseman kannalta tärkeää kyvykkyyttä kuten data- ja automaatio-osaamista. Tätä kokonaisuutta peilaten yhtiön tarjoama on laaja. Tarjoama peittää digipalveluiden elinkaarien eri vaiheet ja kattaa samalla ison osan koko arvoketjusta. Laaja tarjoama ja teknologiariippumattomuus tuovat yhtiölle näkemyksemme mukaan tietyntaista erottautuvuutta suhteessa yksittäisillä osaamiskärjillä operoiviin ja / tai teknologiaperheissä kiinni oleviin toimijoihin.

Asiakkaan näkökulmasta Netumin palvelutarjoama vastaa etenkin kahteen ja luonteeltaan varsin perustavanlaatuiseen kysymykseen: 1) miten selvittää nykyisten liiketoimintojen ongelmia kustannustehokkailla ja ketterillä ratkaisilla sekä 2) miten kehittää omaa kilpailukykyä ja luoda uutta liiketoimintaa vanhan ympärille. Yhteinen nimittäjä näille kysymyksille on digitransformaatio ja sen sisällään pitämä lisäarvo, minkä varaan myös yhtiön oma asiakaslupaus arviomme mukaan

pitkälti kulminoituu. Käytännön tasolla tämä tarkoittaa sitä, että Netum kykenee auttamaan ja luomaan asiakkailleen arvoa esimerkiksi verkkokaupan rakentamisella, sen jatkuvaluontoisella ylläpidolla sekä teknisesti haastavammilla, laaja-alaisempaa osaamista vaativilla ja asiakkaan oman toiminnan kannalta kriittisillä järjestelmäratkaisuilla (esim. EURA 2021 -hanke). Jälkimmäisillä toimilla yhtiön on mahdollista tehdä itsestään asiakkaalle aidosti strateginen liiketoimintakumppani, luoda omaan toimintaan jatkuvuutta ja vahvistaa samalla arvoketjuasemaa. Yhtiön kannattava kasvuhistoria ja pitkät asiakassuhteet ovat mielestämme konkreettisia osoituksia onnistuneesta lisäarvon luomisesta, strategisten kumppanuuksien solmimisesta ja siten asiakaslupauksen lunastamisesta.

Netumin pääkonttori sijaitsee Tampereella. Tämän lisäksi yhtiöllä on kolme muuta toimipistettä, jotka sijaitsevat Helsingissä, Turussa ja Porissa. Tällä hetkellä yhtiö työllistää hieman yli 160 henkilöä.

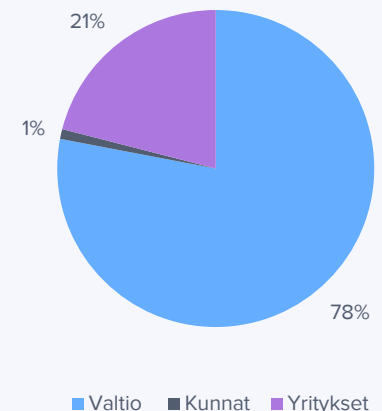
Vahva asema julkishallinnon puolella

Vuonna 2020 Netumin liikevaihto oli 17,5 MEUR ja liikearvopoistoista oikaistu FAS-kirjanpidon mukainen liikevoitto (EBITA) 3,1 MEUR. Toimialan kontekstiin linjattuna yhtiön kannattavuus on erittäin hyvä. Arviomme mukaan keskeisimmin tätä selittävät tekijät ovat julkisen sektorin pitkien puitesopimusten tuoma hyvä peruskuorma ja siten korkeat laskutusasteet sekä matala organisaatorakenne ja sieltä kumpuava ketteruus. Näkemyksemme mukaan myös yhtiön

netum

- Yhtiön tarjoama ulottuu elinkaarien yli ja kattaa ison osan koko arvoketjusta
- Legacy to Digi -konsepti laskee asiakkaan investointikynnystä
- Matala organisaatorakenne tuo toimintaan ketteryyttä, joustavuutta ja hintakilpailukykyä
- Vahvat asemat ja pitkät asiakassuhteet julkisen sektorin toimijoiden kanssa
- Tuoteliiketoiminta vielä pientä, mutta pitkällä aikavälillä se voi lisätä toiminnan skaalautuvuutta merkittävästi

Liikevaihdon asiakaskohtainen jakautuminen 2020



Yhtiökuvaus 2/2

toimintakulttuuri on yleisesti ottaen hyvin yrittäjähentinen ja samalla kulutietoinen, mikä tukee tehokkuus- ja kannattavuustasoja.

Vuonna 2020 Netumin liikevaihdosta noin 80 % tuli julkishallinnon puolelta, kun taas suurimman yksittäisen asiakkaan osuus liikevaihdosta oli noin 30 % (viisi suurinta yhteensä 77 %). Tämä tekee julkisesta sektorista yhtiölle operatiivisesti erittäin tärkeän alueen. Pidämme julkisen sektorin perusdynamiikkaa hieman yksityistä puolta haastavampana, sillä siellä osto-organisaatiot ovat hintatietoisempia ja toimitettavat ratkaisukokonaisuudet tyypillisesti hyvin laajoja (ts. ratkotaan ongelmakokonaisuuksia yksittäisten pisteiden sijaan). Näin ollen julkisella puolella pärjääminen edellyttää kustannuskilpailukyyn ja leveän palvelutarjoaman lisäksi myös riittävää toimitusosaamista. Julkisen sektorin puitesopimukset ovat kuitenkin yleensä pitkiä, mikä tuo liiketoimintaan ennustettavaa peruskuormaa ja helpottaa siten tulostason kannalta kriittistä laskutusasteen hallintaa. Tämä taustalla vallitseva dynamiikka laskee mielestämme osittain myös Netumin keskittyneen asiakasportfolion riskitasoa.

Netumin viime vuosien orgaanisesta kasvusta valtaosa on arviomme mukaan tullut julkishallinnon kilpailutusvoittojen kautta. Julkishallinto on ollut yhtiölle käytännössä aina strateginen prioriteettialue, minkä myötä uskomme Netumin ymmärtävän julkisen sektorin ostoprosesseja ja asiakkaiden palvelemista mainiolla tavalla. Historiansa aikana yhtiö on toimittanut julkisen

puolen toimijoille useita ja kokoluokaltaan merkittäviäkin ratkaisuja, minkä arvioimme puolestaan vahvistaneen sekä Netumin toimittajabrändiä että yhteistyösuhteiden jatkuvuuden ja pitkäikäisyyden kannalta tärkeää asiakasluottamusta. Nämä tekijät sekä hyvä kulutehokkuus huomioiden pidämme Netumin kilpailukykyä julkisella sektorilla perustellusti vahvana. Tätä heijastellen uskomme yhtiön löytävän sieltä hyviä liiketoimintamahdollisuuksia tulevaisuudessakin.

Yksityisen puolen toiminta vielä pientä

Vuonna 2020 yksityisen sektorin osuus Netumin liikevaihdosta oli noin 20 %. Arviomme mukaan Netumin yrityspuolen asiakasportfoliossa on useita toimijoita, mutta yksittäisten asiakkuuksien koot ovat vielä pääosin suhteellisen pieniä. Mielestämme tämä on jokseenkin loogista, kun huomioidaan pienen yhtiön resurssit sekä niiden tietoinen kohdentaminen julkishallinnon puolelle. Arviomme mukaan yhtiöllä ei ole yksityisen puolen asiakkaissa erityistä vertikaalifokusta, vaan liiketoimintaa pyritään löytämään ensisijaisesti omien osaamiskärkien kautta. Tätä mukaillen optimaalisia yksityisen sektorin asiakkaita ovatkin juuri laajempiin ja liiketoiminnan hallitsemisen / kehittämisen kannalta kriittisiin ongelmiin ratkaisuja etsivät yhtiöt. Tällaisissa asiakkuuksissa Netumin on mahdollista ulosmitata kokonaistarjoamaansa ja syväosaamistaan tehokkaasti ja samalla rakentaa pohjaa strategisille kumppanuuksille. Vastaavat teesit pätevät mielestämme myös asiakkaiden päässä.



Netumin asiakasreferenssejä



Gasum



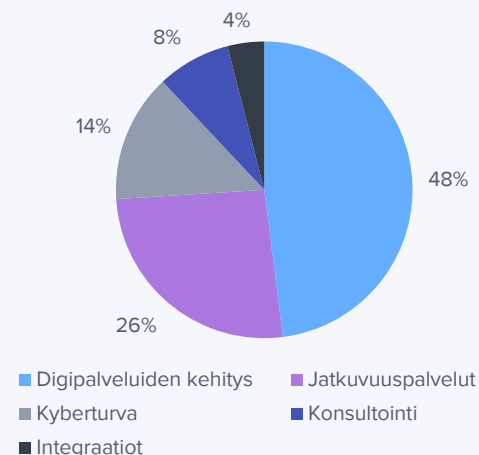
KEHA-keskus



Työ- ja elinkeinoministeriö
Arbets- och näringsministeriet



Liikevaihdon palvelualuekohtainen jakautuminen 2020



Liiketoimintamalli 1/5

Liiketoiminnan rakenne

Netum raportoi taloudellisen tuloksensa vain konsernitasolla, mutta on murtanut liikevaihtonsa palvelualueittain. Yhtiön palvelualueet ja niiden ominaispiirteet ovat seuraavat:

- 1. Digipalveluiden kehitys** on Netumin suurin yksittäinen palvelualue ja vuonna 2020 se toi noin 48 % liikevaihdosta. Palvelualueen alla on luonteeltaan erilaista liiketoimintaa kuten esimerkiksi järeitä julkishallinnon järjestelmätoimituksia sekä pienempiä ja ketterästi kehitettyjä ratkaisuja. Digipalveluiden kehitys on pitkälle räätälöityjen sovellusten tekemistä ja oman kilpailukyyn kannalta keskeisessä asemassa ovat sekä erilaisten teknologioiden, tekniikoiden ja osa-alueiden (mm. data ja analytiikka) hallitseminen että asiakkaiden liiketoimintatarpeiden ymmärtäminen. Toiminta on lähtökohtaisesti projektinomaista, mutta käsityksemme mukaan Netum on historiallisesti kyennyt varsin hyvin jatkamaan yksittäiseen sovellukseen liittyvää ansaintaa muun muassa ylläpito- ja jatkuvuuspalveluilla.
- 2. Jatkuvuuspalvelut** on yhtiön toiseksi suurin liiketoimintakokonaisuus ja se kattoi vuoden 2020 liikevaihdosta yhteensä noin 26 %. Operaatiotasolla jatkuvuuspalvelut tarkoittavat muun muassa jatkuvaa asiakastukea sekä järjestelmien ylläpitoa ja valvontaa (mm. virheilmoituksiin reagoiminen). Asiakaspintaan jatkuvuuspalveluiden roolina on varmistaa liiketoimintaprosessien ja -järjestelmien toimivuus. Toisaalta jatkuvuuspalveluiden

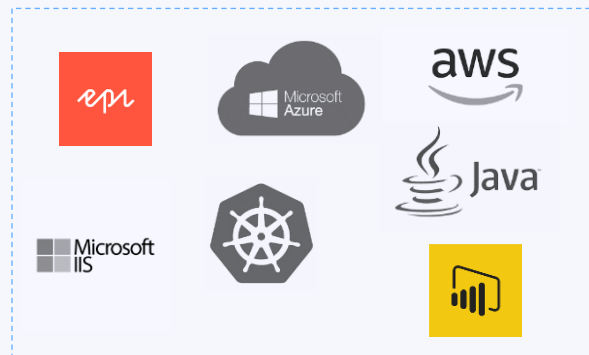
ulkoistaminen mahdollistaa asiakkaille myös paremman keskittymisen omiin ydintoimintoihin. Arviomme mukaan lähes kaikki asiakkuudet osuvat jossain vaiheessa jatkuvuuspalveluiden alueelle. Tätä heijastellen jatkuvuuspalveluiden rooli Netumin koko tarjoaman kannalta on erittäin oleellinen ja mielestämme palvelualue voidaan nähdä yhtiölle eräänlaisena synergistisenä sillanpääasemana (mm. ristiinmyyntimahdollisuudet ja yksittäisten ansaintojen jatkamiset).

- 3. Kyberturva** toi Netumin liikevaihdosta vuonna 2020 noin 14 %. Asiakkaiden päässä kyber- ja tietoturvan rooli on viimeisten vuosien aikana muuttunut eräänlaisesta pakollisesta pahasta selvemmin omaksi painopistealueeksi. Tätä heijastellen myös kaikissa Netumin toimittamissa ratkaisuissa kyberturvallisuuden varmistaminen on keskeistä. Pitkällä aikavälillä kyberturvan rooli ja kysyntä tulee arviomme mukaan vahvistumaan entisestään. Tämä tekee palvelualueen kasvunäkymistä oikein hyvät. Käsityksemme mukaan Netumilla on kyvykkyyks toimia asiakkaan kyberturvaratkaisuiden kaikissa elinkaaren vaiheissa (ts. konsultoinnista aina jatkuvaan kehittämiseen asti). Netumin omaa kilpailukykyä tukee lisäksi yhteistyö arviomme mukaan toimialan johtaviin ratkaisutoimittajiin kuuluvan Akamain kanssa.

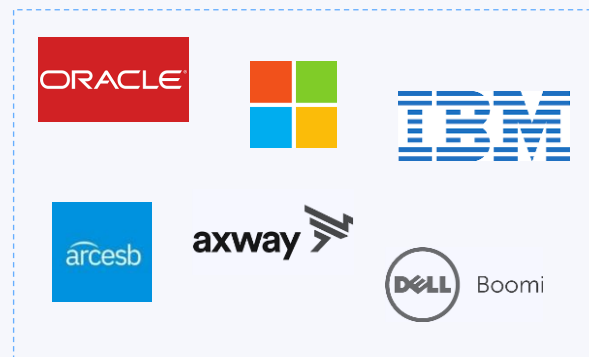
- 4. Konsultoinnin** osuus Netumin viime vuoden liikevaihdosta oli noin 8 %, mitä mukaillen sen merkitys itsenäisenä palvelualueena ei ole



Netumin teknologiakumppaneita



Keskeisimmät teknologiat digipalveluiden kehityksessä



Keskeisimmät teknologiat integraatioissa

Liiketoimintamalli 2/5

erityisen suuri. Mielestämme konsultoinnin strateginen rooli on kuitenkin selvästi sen liikevaihto-osuutta merkittävämpi. Konsultointi on muiden palvelualueiden näkökulmasta eräänlainen syöttöfunktio, sillä arviomme mukaan Netumin myymät yksittäiset konsultointitunnit kääntyvät tyypillisesti moninkertaisesti muiden palvelualueiden myynniksi. Täten konsultointiosaaminen luo edellytyksiä pitkäkestoisille asiakassuhteille ja siten strategisten yhteistöiden rakentamiselle. Toisaalta strategiatasolle pääsemisessä ja tämän kulman kumppanuussuhteiden luomisessa on myös omat haasteensa, sillä asiakkaat eivät välttämättä halua lukittautua yhden toimittajan palveluihin. Konsultoinnissa oman kilpailukyvyyn kannalta keskeisiä tekijöitä ovat arviomme mukaan monipuolinen teknologinen osaaminen, konsultoinnin ja teknisen tekemisen yhdistäminen sekä asiakkaiden liiketoimintojen laaja-alainen ymmärtäminen. Netumin uskomme lisäksi saavan tiettyjä erottautumistekijöitä Legacy to Digi -ajattelumallistaan ja siten vanhojen IT-varantojen hyödyntämistä painottavasta lähestymistavastaan.

5. **Integraatiot** oli vuonna 2020 Netumin pienin varsinainen palvelualue ja sen liikevaihto-osuus oli 4 %. Netumin integraatiopalvelut koostuvat arviomme mukaan laajoista järjestelmäintegraatioihin erikoistuneista ratkaisuista kuten nykytilan auditoinneista, arkkitehtuurisuunnitteluista sekä koko integraatioprojektin omistamisesta (mm.

vaihtoehtoisten ratkaisuiden kartoitus, kilpailutus ja projektinhallinta). Osa yhtiön integraatiotyöstä on osa muiden palvelualueiden toimituksia, eikä raaka liikevaihto-osuus siten anna täysin oikeaa kuvaa tämän tekemisen laajuudesta. Mielestämme integraatio-liiketoiminta onkin ilmoitettua kokoaan merkityksellisempi sen tarjoamaa yhteen sitovia, erottautuvuutta tuovia ja kilpailukykyä vahvistavia elementtejä heijastellen.

Varsinaisten palvelualueiden lisäksi Netumilla on myös kaksi omaa SaaS-ansaintamallin tuotetta: IT-omaisuudenhallintaohjelmisto Netum DUX ja sähköisten määrämuotoisten dokumenttien testausalusta Truugo. Omien tuotteiden strategisena logiikkana on tuoda liiketoiminnan tulovirtoihin lisää ennustettavuutta ja kasvuun skaalautuvuutta. Omilla tuotteilla myös kansainvälisyyden hakeminen on pelkkää palveluliiketoimintaa helpompaa. Käsityksemme mukaan molempien tuotteiden osalta raskaimmat kehityspanostukset on jo tehty, mutta kaupalliset ylösajot ovat vielä alkuvaiheissa. Näin ollen tuoteliiketoiminnasta ei ole perusteltua odottaa nopeita lyhyen aikavälin kasvu- ja tulosloikkia, vaan siihen liittyvät onnistumiset tulevat läpi vasta pidemmällä aikavälillä.

Asiantuntija- ja osaamismyyntiä

Tällä hetkellä Netumin toiminta on liki täysin palveluvetoista, sillä alla olevan tuoteliiketoiminnan osuus kokonaisuudesta on vielä vähäinen. Tätä mukaillen Netum on

käytännössä puhdas korkean tason ja erilaisilla toimitusmalleilla operoiva asiantuntijayritys. Arviomme mukaan valtaosa yhtiön liiketoiminnasta on tuntipohjaiseen laskutukseen perustuvaa osaajaresurssien myyntiä. Netumin liikevaihdossa on käsityksemme mukaan mukana kuitenkin myös jonkin verran sellaisten ratkaisutoimitusten myyntiä, jotka perustuvat joko pelkkään kiinteähintaiseen projektitoimitukseen tai tuntilaskutuksen ja kiinteän hinnan yhdistelmään. Tuntilaskutukseen liiketoimintamalliin keskittyminen on mielestämme perusteltu valinta, sillä tällä mallilla yhtiön kantamat projektiriskit jäävät kokonaisuudessaan maltillisiksi. Tuntilaskutteisessa maailmassa myös hintapaineet ovat arviomme mukaan kiinteähintaista ympäristöä matalammat, mikä tukee Netumin tekemien valintojen järkevyyttä.

Netumin liikevaihtovirrat pohjautuvat tyypillisesti asiakkaiden kanssa solmittuihin puitesopimuksiin. Julkisen sektorin puolella nämä sopimukset ovat yleisesti ottaen pitkiä ja hankintalain asettamista raameista johtuen sisällöltään tarkoin määriteltäviä. Yksityisellä sektorilla sopimukset ovat puolestaan rakenteeltaan lyhyempiä, mutta sisällöltään joustavampia. Näin ollen julkisen sektorin kilpailutuksissa pärjääminen ja sen asiakkuudet tarjoavat liiketoimintaan lähtökohtaisesti parempaa näkyvyyttä ja lyhyen aikavälin ennustettavuutta. Yksityisen sektorin dynaamisempi luonne voi puolestaan tuoda Netumin kaltaiselle ketterälle moniosaajalle nopeammin realisoitavissa olevia kasvu- ja arvонуotimahdollisuuksia.

Liiketoimintamalli 3/5

Talossa paljon senioritason osaamista

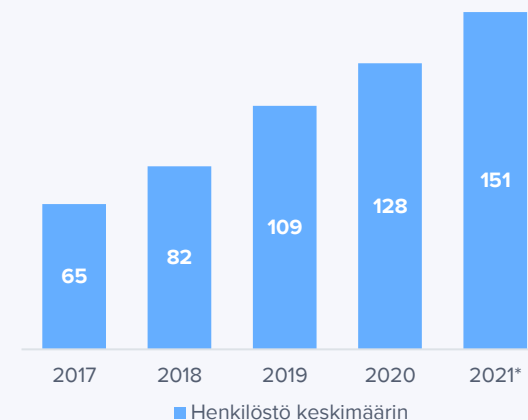
Netumin ansaintamalli on toimialan kontekstissa hyvin tyypillinen. Tätä ja asiantuntijaorganisaation perusluonnetta heijastellen ansaintamallin toimivuutta määrittääkin pitkälti omiin käsipareihin liittyvät tekijät kuten erilaisten osaajaprofiilien löytäminen ja motivoiminen, tiimien rakentaminen ja johtaminen sekä sisäisten resurssien ulkopuolisten kyvykkyyksien hyödyntäminen. Netumin henkilöstön rakenne on hyvin seniorivetoinen, sillä vuonna 2020 lähes 70 % henkilöstöstä omasi yli 15 vuoden työkokemuksen. Senioritason erityisosaaminen voidaan mielestämme lukea yhtiölle eduksi, sillä käytännössä se tuo organisaatioon valtavan määrän tietoa ja teknistä taitoa niin erilaisista järjestelmistä kuin liiketoimintaongelmista ja niiden ratkaisusta. Pitkään markkinassa kiinni olleiden osaajien tehokkuustasot ovat yleensä myös nuorempia osaajia korkeampia ja arviomme mukaan kokeneilla tekijöillä on myös laajat yhteistyöverkostot.

Korkean senioriteetin yhtenä haasteena voidaan mielestämme kuitenkin pitää mahdollisesti hidastuvaa uudistumiskykyä. Mielestämme uudistumistarve ja jatkuva teknologinen muutos ovat erittäin oleellisesti ja samalla voimakkaasti IT-palvelumarkkinaa vaikuttavia tekijöitä. Tätä taustaa vasten oman kilpailukyvyyn säilyttäminen edellyttääkin eräänlaista jatkuvaa ajattelumaailman kalibrointia, vallitsevien toimintamallien muokkaamista ja uuden oppimista. Senioritason osaajien tekeminen on tyypillisesti varsin

vakiintunutta, mikä voi tehdä uudistusprosessista lähtökohtaisesti hitaamman ja tuoda siten omat varjopuolensa markkinamuutoksiin reagoimiselle. Toisaalta tämän kokonaisuuden hallitseminen on arviomme mukaan hyvinkin keskeinen osa Netumin ketterää ja matalahierarkista johtamismallia, minkä tulisi osaltaan tukea koko yhtiötason uudistumiskykyä ja muutosvalmiutta.

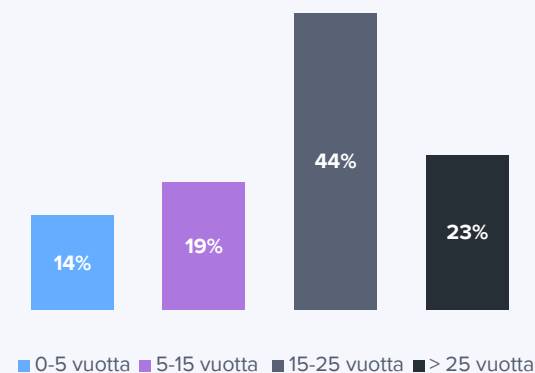
Arviomme mukaan Netumin korkean senioriteetin henkilöstörakenne, matalahierarkinen johtamismalli ja näiden päälle rakentuva kulttuuri voivat olla myös tietynlaisia valtteja uusien osaajien rekrytoinneissa. Henkilöstön korkea kokemustaso ja organisaatorakenne mahdollistavat yhtiölle arviomme mukaan sen, että rekrytoinneissa voidaan etsiä tilaisuuksia myös kovien osaamis- ja kokemuskärkien ulkopuolelta ja pyrkiä kasvattamaan pieni määrä osaajia omien sisäisten resurssien avulla. Lyhyellä aikavälillä tämä ei ole laskutusasteen tai tulostason optimoinnin näkökulmasta tehokkain lähestymistapa, mutta voi pitkällä aikavälillä arviomme mukaan nostaa henkilöstön sitoutuneisuutta, laskea vaihtuvuutta ja vahvistaa organisaatiokulttuuria. Netumin kaltaisessa asiantuntijaorganisaatiossa juuri kulttuuri (ml. henkilökohtaiset kehittymismahdollisuudet ja mielekkäät asiakasprojektit) on mielestämme konkreettinen erottautumistekijä vaikeassa osaajamarkkinassa, sillä tietyn kynnystason jälkeen pelkällä palkalla motivoiminen on erittäin vaikeaa.

Henkilöstömäärän kehitys



* Henkilöstö vuoden alussa

Henkilöstön rakenne kokemuksen perusteella*



*Työntekijöiden kokemus IT-palvelualalta yhteensä

Liiketoimintamalli 4/5

Omien tekijäresurssien ohella Netum hyödyntää myös kumppaniensa käsipareja. Tämä on toimialalla hyvin tyypillinen ohjaustapa ja sen keskeisimpiä hyötyjä ovat arviomme mukaan sekä parantunut kyky vastata kysynnän vaihteluihin että mahdollisuus hyödyntää omien osaamisalueiden ulkopuolisia kyvykkyyksiä. Netumin osalta keskeisimmät alihankinnan haasteet liittyvät näkemyksemme mukaan alihankintaverkoston laajuuteen, sen systemaattiseen johtamiseen ja ulkopuolisten osaajien laadukkuuden varmentamiseen.

Legacy to Digi toimintamallin satelliittina

Mielestämme Netumin laajan palvelutarjoaman ja koko toiminnan ydin voidaan tiivistää Legacy to Digi -ajattelumalliin (L2D). Operatiivisesti tämä voidaan ymmärtää teknologioiden ja ratkaisuiden elinkaarien yli ulottuvaksi toimintatavaksi. Tätä mukaillen Netum lähestyykin asiakkaan ongelmaa lähes aina olemassa olevien IT-varantojen näkökulmasta ja pyrkii yhdistämään niiden ominaisuuksia uusiin tekniikoihin ja palveluihin. Näin ollen Netumin toiminnan lähtökohtana ei ole täysin uuden ratkaisun luominen ja toimittaminen, vaan yhtiö pyrkii olemaan enemmänkin eräänlainen hybriditekijä. Tässä tekemisessä vaadittavia ja omaa iskua määrittäviä muuttujia ovat arviomme mukaan juuri korkea syväosaamisen taso erilaisista järjestelmistä ja siten riittävän kokemustaustan omaava henkilöstö.

Asiakkaan näkökulmasta Netumin L2D-mallin keskeisin hyöty kulminoituu mielestämme

tietynasteiseen riskienhallintaan. Esimerkiksi liiketoimintakriittisen järjestelmän uusiminen kerralla on sekä teknisesti että henkisesti vaativa harjoitus ja aikatauluviiveet tässä harjoituksessa voivat aiheuttaa asiakkaan operatiiviseen tekemiseen olennaisiakin haittoja. Tyypillisesti raskaiden järjestelmien kokonaisuusimiset ovat myös taloudellisesti isoja investointeja. Näin ollen Netumin L2D-malli voidaan mielestämme nähdä asiakkaan investointikynnystäkin laskevana lähestymistapana.

Netumille itselleen L2D-mallin soveltaminen toimii mielestämme verrattain hyvänä ristiinmyyntistrategiana. Ajattelumallin kantavaa ajatusta mukaillen Netum voi arviomme mukaan mennä asiakkaaseen sisään yksittäisellä osaamiskärjellä — esimerkiksi vanhemman sukupolven järjestelmäosaamisella — ja rakentaa tämän kautta asiakaskohtaista alustaa muiden palvelualueiden arvonluonnille. Tämä dynamiikka tukee mielestämme pidemmän aikavälin strategisten kumppanuuksien solmimista, sillä nyt luodut uudet ratkaisut kääntyvät tulevaisuudessa vanhemman sukupolven ratkaisuiksi ja Netumin näkökulmasta ikään kuin uudeksi L2D-mallin lähtöpisteeksi. Täten pidämme L2D-mallia kokonaisuudessaan oikeinkin mielenkiintoisena ja mahdollisuuksia avaavana lähestymistapana. Mielestämme tässä on kyse kuitenkin kilpailukykyä tukevasta kokonaisuudesta, eikä niinkään kovasta saati kestävästä kilpailuedusta.

Legacy to Digi -malli



Liiketoimintamalli 5/5

Kulurakenne on kiinteä, mutta ei juuri skaalaudu

Netumin kulurakenne on asiantuntijayhtiölle ja henkilöstöintensiiviselle liiketoiminnalle hyvin tyypillinen. Arviomme mukaan yhtiön kustannuksista noin 70 % on kiinteitä, kun taas muuttuvien kustannusten osuus on noin 30 %. Kiinteiden kustannusten kohtuullisen korkean osuuden taustalla on yhtiön ansaintamalli, joka toimiakseen edellyttää kiinteäpalkkaisia asiantuntijaresursseja. Nämä resurssit jakautuvat eri palvelualueiden välille kutakuinkin liikevaihto-osuuksien mukaisissa suhteissa. Netumin kiinteää kulutasoa nostaa omalta osaltaan se, että yhtiön henkilöstörakenne on varsin vahvasti kallellaan korkeamman palkkatason senioriosaajiin. Toisaalta tätä rakenteellista vaikutusta tasaa jossain määrin yhtiön matalan organisaatorakenteen ja korkean kulutietoisuuden summa.

Netumin palveluliiketoiminnassa kasvaminen vaatii tietyn pisteen jälkeen aina lisäksi investoimista ja tyypillisesti näitä investointeja on toteutettu etupainotteisesti. Täten kasvun skaalautuminen ei ole erityisen hyvää ilman laskutusasteiden oleellista nousuvaraa, vaikka yhtiön kulurakenteen yleisilme kiinteä onkin. Tämä kasvun ja kulupuolen välinen dynamiikka heijastuu luonnollisesti myös lyhyen tähtäimen tulostasoon, sillä uusien työntekijöiden laskutusasteiden kohoaminen hyvälle tasolle ei ole välitöntä. Laskutusasteiden muutosten kautta tuleva vipu pätee tulosmielessä myös toiseen suuntaan. Laskevan liikevaihdon ympäristössä lyhyen tähtäimen katetasojen puolustaminen voikin olla vaikeaa. Netumin alla

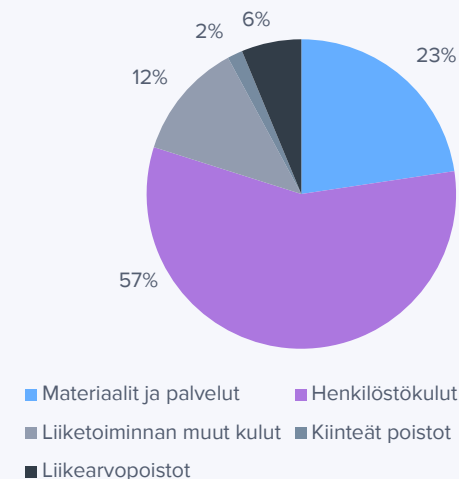
oleva markkina on kuitenkin kysyntäpuolelta äärimmäisen terve, oma kilpailukyky hyvä ja julkishallinnon pitkien puitesopimusten tuoma peruskuorma korkea. Tätä heijastellen onkin mielestämme huomattavasti todennäköisempää, että lyhyellä tähtäimellä Netumin katetasoa rasittavat enemmänkin yhtiön omat taktiset / strategiset valinnat kuin liikevaihtovirtojen nopeat muutokset.

Pääomatarve on matala

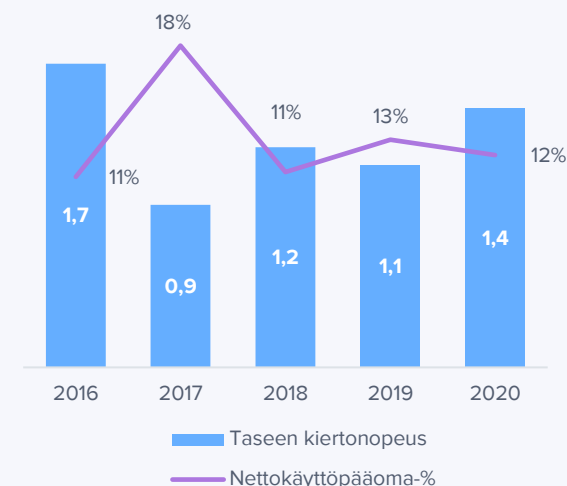
Pääoman sitoutumisen näkökulmasta Netumin liiketoiminta on hyvin kevyttä. Ansaintamallia heijastellen yhtiön tärkein omaisuus on henkilöstössä kiinni oleva osaaminen, eikä kiinteitä pääomatarpeita juurikaan ole. Netumin kovat investointitarpeet (pl. rekrytoinnit) ovat arviomme mukaan maltillisia ja ne kohdistuvat pääasiassa sekä omien tuotteiden jatkopettrauksiin että muihin sisäisiin kehityshankkeisiin. Myös nettokäyttöpääoman kannalta toiminta on kevyttä, sillä historiallisesti nettokäyttöpääoman tarve on ollut noin 12 % liikevaihdosta.

Kokonaisuutena liiketoiminnan pääomakeveä luonne on positiivinen asia, sillä pääoman tehokas käyttö yhdessä korkean kannattavuuden kanssa luo erinomaisen lähtökohdan vahvan vapaan kassavirran tekemiselle. Tämä puolestaan tukee yhtiön rakenteellista velankantokykyä, vahvistaa taloudellista liikkumatilaa ja tuo vaihtoehtoja pääoman omistaja-arvoa luovalle allokoinnille.

Kustannusrakenne 2020



Pääoman sitoutumisen kehitys



Sijoitusprofiili 1/2

Kannattava kasvaja

Mielestämme Netum profiloituu kannattavaksi kasvajaksi. Näkemystämme tästä tukevat toimialan pitkän aikavälin mainiot kasvuajurit, oman palvelutarjoaman laajuus, viime vuosien vahvat kasvu- ja tuloksentekonäytöt sekä strategian kasvuhakuisuus. Netumin liiketoiminta on pääomakevyttä ja kassavirtatehokasta, mikä luo yhtiölle hyvän lähtökohdan myös kohtuullisen avokätisen ja tasaisesti kasvavan osingon maksamiseen. Mielestämme osingon rooli ei kuitenkaan ole Netumin sijoittajatarinan ja siten osakkeen tuotto-odotuksen kannalta erityisen merkittävä, mitä heijastellen pidämme sitä lähinnä kokonaisuutta tukevana komponenttina. Kasvuun panostaminen on pidemmän aikavälin arvonluonnin kannalta käytännössä ainoa vaihtoehto, sillä jo nyt hyvällä tasolla oleva kannattavuus jättää tehokkuusparannuksista tulevan arvonluontivaran ohkaiseksi.

Vahvuudet ja arvoajurit

Mielestämme Netumin pitkän aikavälin arvoajurit ovat seuraavat:

Vahva jalansija julkishallinnon puolella: Netumilla on takanaan menestyksekkäs historia (mm. kasvu ja pitkät asiakassuhteet) julkisessa sektorissa. Mielestämme tämä on konkreettinen osoitus sekä julkishallinnon osto- ja kilpailutusprosessien hyvästä ymmärtämisestä että laajoihin ratkaisukokonaisuuksiin taipuvasta toimituskyvystä. Nämä tekijät sekä matalasta organisaatorakenteesta tuleva hintakilpailukyky tuovat hyvät edellytykset arvokkaiden

kilpailutusvoittojen hankkimiseen jatkossakin. Vahva jalansija pitkien puitesopimusten julkishallinnossa parantaa myös liiketoiminnan lyhyen aikavälin ennustettavuutta, mikä heijastuu kokonaisriskitasoon.

Kulutietoinen toimintamalli ja matala

organisaatorakenne: Viime vuosien vahva kasvu on ollut kannattavuusmielessä erittäin hallittua, eikä yhtiö ole kohdannut merkittäviä kasvukipuja. Arviomme mukaan tämän taustalla on Netumin kulutietoisuutta vaaliva toimintamalli, pienelle toimijalle ominainen ketteryys sekä matala organisaatorakenne. Käsityksemme mukaan nykyisen organisaatorakenteen kantokyky on noin 230-280 työntekijässä, mikä tarkoittaisi historiallisella tuottavuustasolla noin 32-40 MEUR:n liikevaihtohahloa. Täten hallinnollisesta rakenteesta pitäisikin löytyä varsin mukavaa skaalautuvuutta. Tämän tulisi yhdessä pintansa pitävän kulutietoisuuden kanssa tukea myös korkean kannattavuustason säilyttämistä.

Yksityisen sektorin onnistumiset: Tällä hetkellä yksityisen sektorin merkitys on Netumille vielä vähäinen. Näkemyksemme mukaan yhtiöllä ei kuitenkaan ole tarjoamassaan, kilpailukyvyssään tai rakenteissaan sellaisia puutteita, jotka olennaisesti vaikeuttaisivat tai jarruttaisivat yksityisellä puolella menestymistä. Näin ollen yksityisen puolen onnistumiset ja uudet kasvulähdöt ovatkin arviomme mukaan pitkälti kiinni omista taktisista / strategisista valinnoista kuten oikeiden myyntikärkien valitsemisesta (mm. isoissa asiakkaissa lähestymisen oltava erilaista kuin pienissä), myyntipanostusten kohdistamisesta

ja oman tunnettuuden vahvistamisesta. Isossa kuvassa uskomme, että Netum kykenee omien vahvuksiensa ja tervien alla olevien ajureiden puitteissa löytämään yksityiseltä puolelta oivia kasvutilaisuuksia, vaikka toistaiseksi näytöt tältä puolelta ovatkin yksittäisiä. Keskipitkällä ja pitkällä aikavälillä yksityisen sektorin onnistumisilla olisi suorien kasvuvaiikutusten ohella myös riskienhallinnallinen merkitys laajentuvaa asiakaskuntaa ja sen myötä laskevaa asiakasriskiä heijastellen.

Yritysjärjestelyt: IT-palvelumarkkina on rakenteeltaan hajanainen ja uskomme konsolidaation jatkuvan myös tulevaisuudessa eri kokoisten ja osaamisalueisiin keskittyneiden yhtiöiden hankkiessa uusia ja / tai täydentäviä kyvykkyksiä. Tämän kehityksen tulisi tarjota myös Netumille järkeviä mahdollisuuksia niin kokoluokan kasvattamiseen, valittujen osaamisten hankkimiseen, uusille markkinoille laajentumiseen kuin riskiprofiilin laskemiseenkin. Yhtiö on historiassaan tehnyt joukon näiden teesien mukaisia järjestelyjä, ja arviomme mukaan ne ovat olleet myös omistaja-arvoa luoneita. Tätä seuraten yritysjärjestelyjen odotusarvo on mielestämme positiivinen.

Heikkoudet ja riskitekijät

Mielestämme Netumin keskeisimmät heikkoudet ja riskit ovat:

Keskittynyt asiakasportfolio: Netumin asiakasportfolio on keskittynyt, sillä vuonna 2020 suurin asiakas toi noin 30 % liikevaihdosta ja viisi suurinta yhteensä noin 77 %. Arviomme mukaan

Sijoitusprofiili 2/2

viiden suurimman asiakkaan tuomasta liikevaihdosta valtaosa tulee pitkien ja yhden viraston alle menevien, mutta tyypillisesti useampia loppuasiakkaita sisältävien puitesopimusten kautta. Näin ollen lyhyellä ja keskipitkällä aikavälillä riski suuren yksittäisen asiakkaan menettämisestä ja sen aiheuttamista tulospaineista on mielestämme maltillinen. Pidemmällä aikavälillä asiakasriski kulminoituu sen sijaan siihen, 1) miten yhtiö onnistuu jatkamaan asiakaskohtaisia ansaintoja puitesopimusten päättymisien jälkeen sekä 2) miten suurimmista asiakkaista kokonaan poistuvaa liikevaihtoa onnistutaan paikkaamaan uutta liiketoimintaa ja uusia asiakkuuksia hankkimalla. Historiallisesti Netumin merkittävimmät asiakassuhteet ovat olleet pitkiä, mikä laskee jakauman riskitasoa.

Osaajamarkkinassa epäonnistuminen: Netumin ansaintalogiikkaa heijastellen rekrytoinneissa epäonnistumisella olisi merkittäviä heikentäviä vaikutuksia omaan kilpailukykyyn, kasvun tavoitteluun ja omistaja-arvon luontiin. Kroonisesti haastavassa osaajamarkkinassa ja sen sisällä etenkin korkeamman kokemustason päässä on arviomme mukaan kyettävä erottautumaan lähtökohtaisesti muilla kuin palkkatasoon liittyvillä tekijöillä. Tällaisina tekijöinä pidämme muun muassa haastavia asiakasprojekteja, joiden saaminen puolestaan edellyttää oman kilpailukyvyn ja osaamistason ylläpitämistä ja asteittaista petraamista. Tätä dynamiikkaa peilaten osaajien saatavuuden varmistaminen ulottuu mielestämme myös siihen, että nykyisistä osaajista kyetään pitämään kiinni ja henkilöstön vaihtuvuus

minimoimaan (ts. perälauta ei vuoda).

Uudistumiskyvyn heikkeneminen: IT-palvelumarkkina on ikään kuin jatkuvan teknologisen muutoksen keskellä. Näihin muutoksiin reagoiminen ja niiden ennakkoon tunnistaminen on oman menestymisen kannalta olennaista. Tässä uudistumisharjoituksessa epäonnistuminen vaikuttaisi suoraan nykyisiin asiakassuhteisiin, uusien asiakkaiden hankkimiseen, suhteelliseen kilpailuasemaan ja siten pidemmän aikavälin arvонуontuukykyyn. Netumille tiettyä puskuria tätä riskiä vastaan tuo mielestämme toimintamallin teknologiariippumaton luonne, minkä myötä yhtiö ei ole riippuvainen yksittäisten päämiesten kyvykkyyksien kehitymisistä. Myös yhtiön historialliset näytöt teknologisesta ja teknisestä mukautumiskyvystä ovat raportoitujen lukujen valossa kelvollisia.

Kilpailutilanteen muutokset: Netum on kooltaan vielä melko pieni toimija rakenteeltaan hajanaisessa IT-palvelumarkkinassa. Yhtiön suhteellinen kilpailuasema voi heikentyä, mikäli kooltaan suuremmat kotimaiset yhtiöt vahvistavat orgaanisesti tai epäorgaanisesti omia kyvykkyyksiään Netumille tärkeillä alueilla. Toisaalta kilpailukentän muutokset voivat arviomme mukaan tulla läpi myös ulkomaalaisten toimijoiden liikkeiden kautta, jos kasvua innostutaan hakemaan aikaisempaa aggressiivisemmin kotimarkkinan ulkopuolelta. Tällainen kehitys voisi näkemyksemme mukaan olla hyvin myös pääomasijoittajien vauhdittamaa.



SWOT-analyysi

Vahvuudet

- Laaja, toimialariippumaton ja elinkaarien yli menevä palvelutarjoama
- Ketteryys ja kokoaan suurempi toimituskyky
- Vahva jalansija julkishallinnon puolella
- Pitkät asiakassuhteet ja kokenut henkilöstö

Heikkoudet

- Asiakasjakauma on keskittynyt
- Omissa resursseissa vajavuuksia
- Alihankintaverkosto ei skaalaudu suurimpiin hankkeisiin
- Kokeneen henkilöstön uudistumiskyky

Mahdollisuudet

- Pitkän aikavälin kasvuajurit ovat hyvät
- Yksityisen sektorin asiakkuuksien kasvattaminen
- Tuoteliiketoiminnan ylösajossa onnistuminen
- Kyvykkyyksiä täydentävät yritysostot
- Listautuminen lisää näkyvyyttä

Uhat

- Omaa uudistumiskykyä nopeampi toimialan muutos
- Kilpailutilanteen / voimasuhteiden epäedulliset muutokset
- Osaajien rekrytoinnissa epäonnistuminen
- Kulutietoisuuden rapistuminen
- Yritysostoissa epäonnistuminen

Sijoitusprofiili

1.

Hyvä pitkän aikavälin kasvunäkymä

2.

Laaja palvelutarjoama ja vahva asema julkishallinnon puolella

3.

Korkea kannattavuustaso ja matala pääoman tarve

4.

Yksityisen sektorin kasvukyky vielä todistettavana

5.

Asiakasportfolio on keskittynyt

Potentiaali



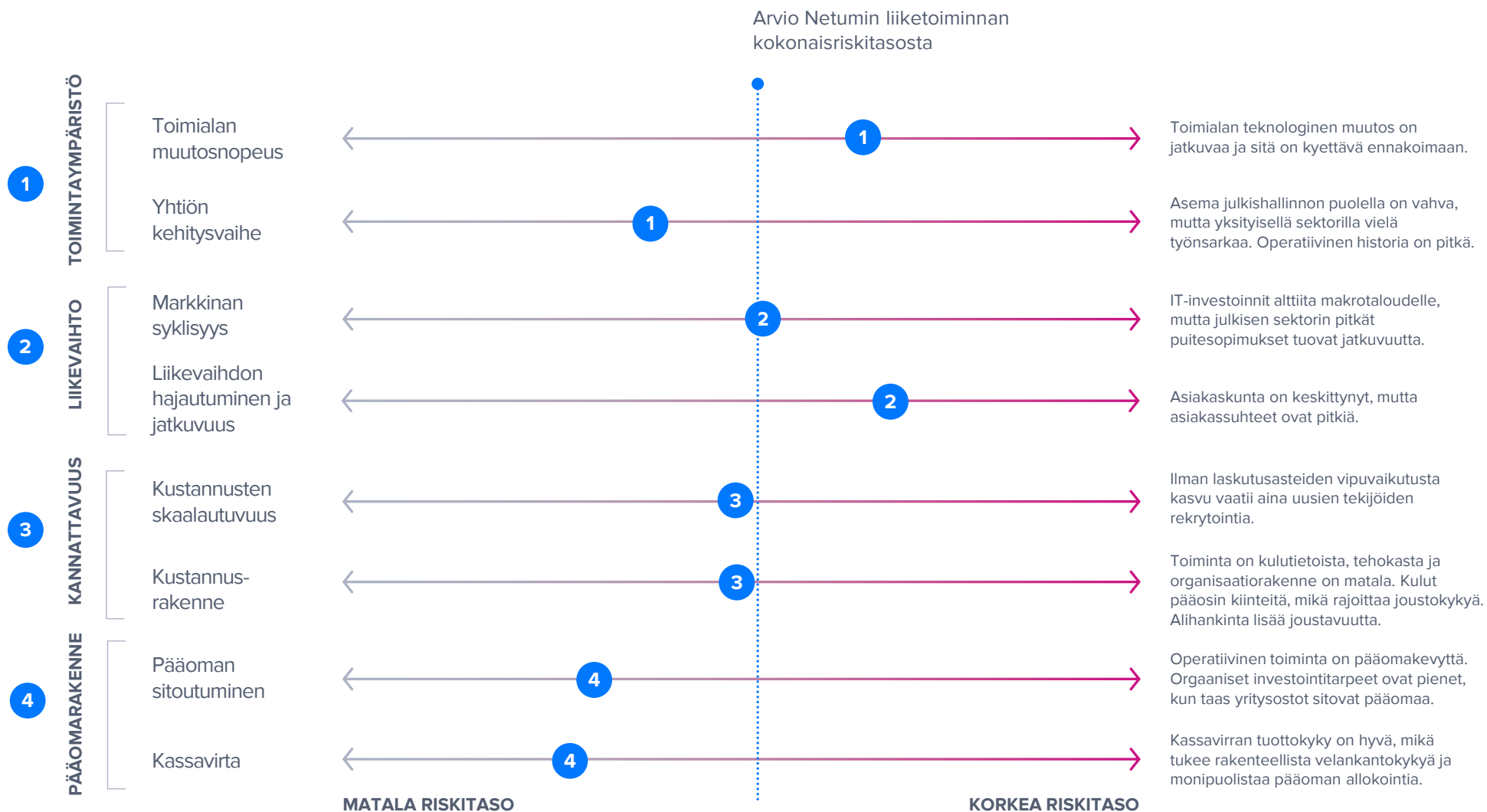
- Toimialan kysyntäajurit ovat vahvoja ja Netumilta löytyy laaja-alaista ratkaisuosaaamista
- Toimintamalli on ketterä ja joustava
- Organisaatorakenne kantaa nykyistä isomman kokoluokan
- Yritysjärjestelyt kasvun kiihdyttäjinä
- Pitkällä aikavälillä tuoteliiketoiminta voi tuoda ansaintaan oleellista skaalautuvuutta

Riskit



- Osaajamarkkinassa pärjääminen ja kasvun kannalta tärkeissä rekrytoinneissa epäonnistuminen
- Kulutietoisuuden ja ketteryyden rapistuminen
- Suurimpien asiakkaiden ansaintojen jatkamiset
- Tulevissa yritysostoissa epäonnistuminen

Liiketoimintamallin riskiprofiili



Toimiala 1/6

Iso kokonaismarkkina

Eri markkinatutkimusyhtiöiden mukaan pohjoismaiden IT-palvelumarkkinan koko oli vuonna 2019 noin 25 miljardia dollaria. Vuoteen 2023 mennessä markkinan on puolestaan arvioitu kasvavan noin 29 miljardin kokoiseksi. Markkinan perinteiseen määritelmään kuuluvia osa-alueita ovat esimerkiksi IT-konsultointi, ohjelmistokehityspalvelut, integrointi- ja käyttöönottopalvelut, ulkoistuspalvelut, ohjelmistojen ylläpito- ja tukipalvelut sekä kokonaisvaltaiset infrastruktuuripalvelut. Markkinarakenteen ja -koon määritelmä on kuitenkin hämärtymässä, sillä IT:sta ja teknologiasta on tulossa yhä keskeisempi osa eri toimialojen varsinaista liiketoimintaa. Siten myös IT-palveluyhtiöiden toimintakenttä risteää yhä vahvemmin uusien rinnakkaismarkkinoiden kanssa, joita ei perinteisesti ole nähty osana IT-palvelumarkkinaa. Tällaisia alueita ovat esimerkiksi strategiakonsultointi, muutosjohtaminen, design ja palvelumuotoilu.

Netumille relevantin Suomen IT-palvelumarkkinan on puolestaan arvioitu jakaantuvan noin 3,5 miljardin euron yksityiseen ja noin 1,1 miljardin euron kokoiseen julkiseen sektoriin. Näin ollen kokonaismarkkina on yhtiön omaan kokoluokkaan suhteutettuna massiivinen.

Investointien muuttuva luonne jakaa markkinaa

Jatkuvasti voimistuva digitalisaatiomurros käynnisti IT-palvelumarkkinassa 2010-luvulla uuden aikakauden. Tämän aikakauden aikana markkina on ikään kuin jakaantunut uudelleen, mikä on

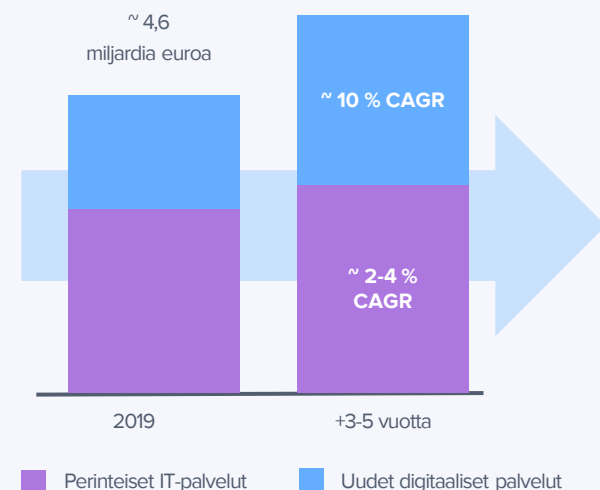
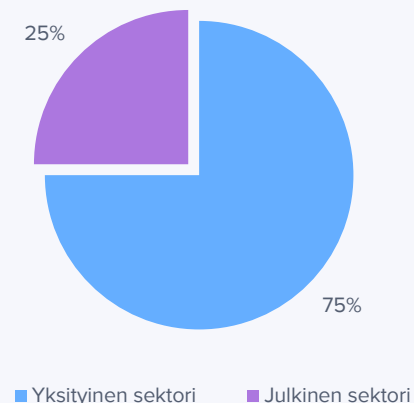
puolestaan synnyttänyt myös paljon kokonaan uusia toimijoita. Digitalisaatiomurroksen myötä myös IT:n ostaminen on edennyt murrosvaiheeseen. Tämä edellyttää IT-palveluyhtiöiltä sitä, että tarjoamia kyetään jatkuvasti sopeuttamaan. 2010-luvulla markkinalla havaittiin selkeä siirtymä kohti uusia liiketoimintoja ja erottautumistekijöitä luovia investointeja. Tämän myötä IT:n ostaja oli usein joko liiketoiminta tai tuotekehitys, eikä tietohallinto tai tukitoiminto. Kysytyt osaamisalueet liittyivät puolestaan kasvavissa määrin uusiin digitaalisiin palveluihin ja vähemmän taustajärjestelmiin. Markkinan murros loi voimakkaan kasvumahdollisuuden useille uuden aikakauden alkuperäisille ja siten juuri digipalveluiden kehitykseen asemoituneille toimijoille.

Markkinan muutosta 2010-luvulla voidaan havainnollistaa yksinkertaistettuna jakamalla markkina voimakkaasti kasvaneisiin uusiin digitaalisiin palveluihin sekä hiipuvaan perinteiseen tietojärjestelmäkehitykseen. Markkinan kahtia jakaminen on kuitenkin hiljalleen muuttumassa irrelevantiksi, sillä uusia digitaalisia palveluita ei voida täysin käsitellä liiketoiminnan ydinjärjestelmistä erillisinä kokonaisuuksina.

Selkeänä markkinatrendinä onkin näkemyksemme mukaan IT-ostamisen vakavoituminen, sillä asiakasorganisaatioissa on havaittu, ettei oikotietä digitalisaatioon kyetä hankkimaan ostamalla digisovelluksia tietohallinnon ohi. Myöskään organisaatioiden vakiintuneet tietojärjestelmät eivät katoa, vaan niitä on modernisoitava toimimaan alustoina uusille digipalveluille. Tätä



Suomen markkina ja kasvukuva



Toimiala 2/6

mukaillen investoinnit kohdistuvatkin nykyisin uusiin toiminnallisuuksiin, joita rakennetaan rajapintaratkaisuilla olemassa olevien järjestelmien päälle. Tämä trendi on osin palauttanut kilpailuetua perinteisimmille toimijoille, kun taas monet, pääasiassa osaajahankinnalla menestyneet digipalveluiden kehittäjät ovat kohdanneet viime vuosina selkeitä haasteita ja joutuneet samalla arvioimaan strategioitaan uudelleen. Toisaalta myös asiakasorganisaatioista on tullut vaativampia ostajia kasvanutta digimaturiteettia sekä organisaatioiden sisään rakennettuja sovelluskehitysresursseja heijastellen.

Viimeisen kymmenen vuoden aikana IT-palvelumarkkina onkin tehnyt edellä kuvattujen tekijöiden seurauksena merkittävän muutoksen. Seuraavan kymmenen vuoden aikana uskomme markkinan muutosnopeuden kiihdyttävän entisestään. Arviomme mukaan kasvavan teknologisen kompleksisuuden sekä nopean kehityksen takia muutosten ennustamisesta tulee markkinatoimijoille aikaisempaa vaikeampaa.

Markkinassa kolme erilaista aluetta

Mielestämme IT-palvelumarkkina voidaan jakaa kolmeen lohkoon seuraavalla tavalla:

Uudet digitaaliset palvelut käsittävät digitaalisten palveluiden kehityksen (ts. räätälöity ohjelmistokehitys). Tämä lohko on ollut markkinan voimakkaimmin kasvava osa, ja se on käytännössä syntynyt viimeisen reilun viiden vuoden aikana. Nimekkäitä toimijoita ovat muun

muassa Reaktor, Futurece, Nitor, Bitfactor, Siili ja Vincit. Myös Netum kuuluu vahvasti tämän markkinaosan sisään. Viime vuosina suuret toimijat ovat vahvistaneet omia kyvykkyyksiään tällä alueella. Uusien digitaalisten palveluiden kehitykselle ominaista ovat matalat alalle tulon kynnykset.

IT-taustajärjestelmät ja yritysohjelmistot

käsittävät laajasti ERP:n ja siihen liitännäiset järjestelmät. Näin ollen tämä markkinaosa kattaa pääasiassa valmisohjelmistojen toimitukset, räätälöinnit, integraatiot ja ylläpidot. Suomessa tunnettuja tämän alueen toimijoita ovat esimerkiksi Innofactor, Enfo, Solteq, Digia, Sofigate, eCraft, Bilot sekä globaalit IT-generalistit kuten TietoEvy ja CGI. Taustajärjestelmien ja yritysohjelmistojen markkinakasvu on ollut viime vuosina hidasta. Tälle lohkolle ominaista ovat puolestaan korkeat alalle tulon kynnykset.

IT-alustat

kattavat pääasiassa infrastruktuuripalvelut (paikallinen, hybridi ja pilvi) sekä ICT-ulkoistuksen. Markkina-alue on ollut lähinnä suurten generalistien hallitsema. Tätä selittää pitkälti se, että tässä lohkossa pärjääminen on vaatinut taakseen skaalaetuja ja mittavia investointeja. Samoja tekijöitä peilaten myös alalle tulon kynnykset ovat nousseet korkeiksi. Pilvimurroksen myötä markkinassa on kuitenkin käynnistynyt eräänlainen uusjako, mikä on synnyttänyt uusia ja nopeasti kasvavia toimijoita (mm. Nordcloud). Lisäksi myös monet keski-suuret IT-toimittajat ovat pyrkineet tähän markkinaan. Kasvun näkökulmasta markkina on varsin

polarisoitunut, sillä sen sisässä on nopeasti kiihtuvia (paikallinen ja infra) sekä vauhdilla kasvavia (pilvialustat) alueita.

Lisäksi kokonaismarkkinassa on useita näiden alueiden läpi leikkaavia osia. Näistä keskeisimmät ovat mielestämme data ja analytiikka, integraatiot, kyberturva sekä ohjelmisto- ja automaatio-robotiikka.

Viime vuosina näkyvin trendi markkinalla on ollut IT-talojen pyrkimys päästä kiinni asiakkuuksiin jo digitalisaatiohankkeiden suunnitteluvaiheissa. Tämä on ollut looginen pyrkimys, sillä yhden suunnittelutyötunnin myynti on tyypillisesti tarkoittanut moninkertaista määrää ohjelmistokehitystuntien myyntiä. Monet toimijat pyrkivätkin vahvempaan arvoketjuasemaan vahvistamalla juuri neuvonantopalveluiden osaamisiansa. Tällöin IT-toimittaja ennemminkin johtaa hankkeita ja siinä kiinni olevia resursseja, kuin pelkästään toimittaa niitä. Lisäksi monet IT-palveluyhtiöt ovat pyrkineet laajentumaan strategiatason konsultointiin. Menestys tässä harjoituksessa on kuitenkin ollut vaihtelevaa.

Selkeä suuntaus markkinatoimijoilla on myös elinkaariajattelu (ml. kestävä kehitys), sillä monet uudet toimijat pyrkivät nyt rakentamaan kyvykkyyksiään ylläpitoliiketoimintojen puolelle. Lisäksi asiakkaiden ostaminen on liikkumassa yksittäisistä ohjelmistoprojekteista jatkuvampaan kehittämiseen, mikä osin muuttaa markkinan dynamiikkaa. Yhteistä kaikkien suurten ja keski-suurten IT-toimittajien strategioille onkin

Toimiala 3/6

pyrkimys liiketoimintakriittiseen kumppanuuteen. Nämä pyrkimykset voivat arviomme mukaan kiihdyttää myös toimialan konsolidaatiota, sillä pienten ratkaisutalojen omat osaamiset ja tarjoamat eivät yleensä ole riittäviä strategisten kumppanuuksien solmimiselle.

Taustajärjestelmäosaaminen tekee paluuta

IT-markkinan kovin kysyntä on jo vuosia ollut uusien digitaalisten palveluiden kehittämisessä sekä luonteeltaan vielä melko kokeilevassa ohjelmistokehityksessä. Näkemyksemme mukaan markkina on kuitenkin siirtymässä vaiheeseen, jossa uusia digitaalisia palveluita ja niihin liittyvää dataa tulee kyetä integroimaan yhä tiiviimmin taustajärjestelmiin. Samalla asiakkaiden tarve modernisoida vanhoja taustajärjestelmiä on kasvava, sillä vanha järjestelmä saattaa toimia jarruna uusien ratkaisuiden luomiselle ja siten liiketoiminnan kehittämiselle. Näin ollen pitkään hitaasta kasvusta kärsineen taustajärjestelmämarkkinan luonne on piristymään päin. Tässä kokonaiskuvassa luonnollisesti myös integraatio- ja dataosaamisen merkitykset korostuvat. Mielestämme tällaiset suuntaukset ovat Netumin omien kyvykkyyksien kannalta oikeinkin suotuisia.

Hinnoitteluympäristö on terve

Yleisesti ottaen IT-palvelusektorin hinnoitteluympäristö on mielestämme terve, mutta se on altis taloustilanteen kehittymiselle. Arviomme mukaan palkkainflaatio on ollut viimeisten vuosien aikana muutamien prosenttien

tasolla. Käsityksemme mukaan tämän täysimääräinen siirtäminen asiakashintoihin on ollut haastavaa, sillä monilla yhtiöillä pitkäaikaiset puitesopimukset ovat lukinneet hinnat tietyille tasoille. Tämä kehitys on luonnollisesti vaikuttanut myös toimialan kannattavuuksiin. Toimialan ansaintalogiikkaa ja kroonisesti haastavaa osaajamarkkinaa heijastellen palkkainflaatio ja sen hallitseminen tulevat myös jatkossa pysymään kokonaismarkkinan rakenteellisina elementteinä.

Yritysjärjestelyt vaikuttavat rakenteisiin

Kokonaisuudessaan toimialan rakenne on hyvin hajanainen, sillä mukana on suuria globaaleja yhtiöitä laajoilla palvelutarjoamilla, useita keskisuuria yhtiöitä sekä runsas joukko pieniä ja tietyille erikoisalueille keskittyneitä toimittajia. Markkinan hajanainen rakenne sekä pyrkimykset täydentää / laajentaa omia osaamisia ovatkin viime vuosina ohjanneet toimialan konsolidoitumista hyvin voimakkaasti. Tyypillinen toimintakaari on ollut sellainen, että kokoluokaltaan suuremmat ja usein listatut yhtiöt ovat hankkineet pienempiä ja listaamattomia yhtiöitä omiin kokonaisuuksiinsa. Arviomme mukaan konsolidaatio tulee myös jatkossa olemaan toimialan ja sitä kautta kilpailukentän rakenteeseen vaikuttava ominaisuus taustajureiden teollisia logiikkoja (mm. pieni yritysosto on rekrytoinnin korvike) heijastellen. Netumin kannalta toimialan hajanainen rakenne on suotuisaa, sillä se tarjoaa yhtiölle yritysostostrategian toteuttamiseksi reilun määrän erilaisia vaihtoehtoja.

Tulevien vuosien menestyjät

Markkinan selkeimpiä voittajia viimeisen viiden vuoden aikana ovat olleet uusien digipalveluiden kehitykseen keskittyneet yhtiöt, jotka ovat menestyneet myös osaajakilpailussa. Nyt digipalveluiden markkina on saavuttanut selvästi kypsemmän vaiheen ja mielestämme seuraavat menestymisen kannalta kriittiset taistot käydään osaajakilpailua syvemmällä. Näkemyksemme mukaan tulevien vuosien menestyjiä ovat:

- Vahvojen asiakkuuksien omistajat, joilla on strategisen kumppanin rooli, kyky johtaa laajoja IT-hankkeita sekä skaalata toimintaa vahvan alihankintaverkoston kautta. Uskomme puhtaasti alihankkijoiden rooliin jääneiden pienten toimijoiden olevan vaikeuksissa.
- Yhtiöt, joilla on vahvaa integraatio- ja taustajärjestelmäosaamista sekä kyvykkyys ylläpito- ja jatkuvuuspalveluihin. Ylläpidossa menestyvät toimittajat ovat vahvoilla myös loppukysynnän heiketessä. Tämän osa-alueen puuttuminen on mielestämme monen keskisuuren ja digipalveluiden kehityksestä syntyneen yhtiön heikko piste.
- Yhtiöt, jotka onnistuvat rakentamaan ketterän ja joustavan organisaatiomallin. Monet toimialan yhtiöistä kärsivät arviomme mukaan tehottomista, huonosti joustavista ja korkean hierarkiatason organisaatiomalleista. Tällöin uudistuminen ja asiakkaiden muuttuneisiin liiketoimintatarpeisiin vastaaminen on auttamatta hidasta.

Toimiala 4/6

IT-ostamisen suuntaviivat

Arviomme mukaan käynnissä oleva digitalisaatiomurros ohjaa asiakkaiden ostokäyttäytymistä seuraaviin trendeihin:

- Suuria, monivuotisia ja korkean riskitason ERP-käyttöönottoprojekteja ei enää samassa mittakaavassa tehdä ja tämän markkinan luonne muuttuu. Vakiintuneet järjestelmät eivät poistu asiakkaiden käytöstä, mutta ne jätetään ylläpitotilaan ja niitä siirretään pilveen. ERP-järjestelmien modernisoitiin investoidaan, jotta niiden päälle voidaan rakentaa uusia digitaalisia ratkaisuita. Häviäjiä tulevat olemaan suurista projekteista riippuvaiset IT-generalistit. Hyötyjiä ovat puolestaan integraatio-osaamista omaavat yhtiöt.
- IT:n hankkiminen suurina projekteina vähenee ja siirtyy kohti pienempiä kokonaisuuksia ja jatkuvaa kehitystä. Häviäjiä ovat hidasliikkeiset projektiorganisaatiot. Hyötyjiä ovat sen sijaan toimijat, joilta löytyy sekä osaamista ketterään ohjelmistotuotantoon että kykyä useiden eri toimittajien palveluiden hallitsemiseen ja jatkuvien palveluiden tuottamiseen.
- Liiketoimintalähtöisen ostamisen yleistyessä IT-yhtiöt etsivät uusia arvonluontiin pohjautuvia ja skaalautuvampia hinnoittelumalleja. Taustalla on pyrkimys päästä irti heikosti skaalautuvasta asiantuntijamyyntistä.
- IT-investoinnit siirtyvät tukiprosesseista liiketoimintaa vahvistaviin / luoviin ydinprosesseihin. Häviäjiä ovat

tukiprosesseissa kiinni olevat perinteiset toimijat, kun taas hyötyjiä ovat monipuolisella osaamisella ja liiketoimintaymmärryksellä varustetut digitaalisten palveluiden kehittäjät.

- IT-markkinalla tehdään edelleen vähiten sitä, mistä puhutaan eniten. Paljon puhuttujen palveluiden (mm. AI, VR, AR ja IoT) volyymit ovat vielä toimialatasolla pieniä. Arviomme mukaan näistä kuitenkin muodostuu seuraavan viiden vuoden tähtäimellä merkittäviä alueita.
- Käyttäjäkeskeisyyden ja asiakaskokemuksen merkitys korostuu. Nousevia alueita ovat esimerkiksi digitaalinen palvelumuotoilu ja design. Osaaminen näillä alueilla nousee asiakaspäässä arviomme mukaan aikaisempaa tärkeämmäksi päätöksenteon kriteeriksi. Monet toimijat ovat rakentaneet näitä osaamisia yrityskaupoin.
- Pilvitransformaatio jakaa markkinoita uusiksi. Pilvi-infran hyötyjä heijastellen (mm. alusta uusille digitaalisille liiketoiminnoille) asiakkaiden IT-toimintoja on jo viety ja tullaan viemään pilveen vauhdilla. Hyötyjiä ovat yhtiöt, joilla on vahvaa ymmärrystä ja osaamista pilviteknologioista. Häviäjiä ovat puolestaan paikalliseen IT-infraan keskittyneet toimijat.
- Perinteinen ohjelmistolisenssien jälleenmyynti siirtyy pilveen ja ohjelmistotalot pyrkivät saamaan haltuunsa suurempaa osaa arvoketjusta SaaS-malleihin siirryttäessä. Häviäjiä ovat lisenssien jälleenmyyntistä riippuvaiset toimijat ja hyötyjiä ovat asiakkaat.

- Asiakasorganisaatioiden siiloutuminen tulee arviomme mukaan olemaan IT-yhtiöiden myyntiin haasteena. IT:n ostajana on tietohallinnon ohella yhä useammin markkinointi tai tuotekehitys. Digitaalisen liiketoiminnan rakentaminen vaatii kuitenkin näiden yhteispeliä ja kyvykkyyttä kokonaisuuksien hallitsemiseen. Hyötyjiä ovatkin kokonaisuuksia ymmärtävät toimijat, joilla on syväosaamista myös liiketoimintajohdon ja markkinoinnin puolella.
- Datasta on tulossa yhä useammalla toimialalla strateginen kilpailutekijä ja edellytys tulevaisuuden tekoälyratkaisuille. Tällä hetkellä asiakkaiden haasteena on tehdä datasta yhtenäistä ja liiketoiminnan kehittämisen kannalta relevanttia. Hyötyjiä ovat yhtiöt, joiden tarjoamissa yhdistyvät analyytiikka, koneoppiminen ja liiketoimintaymmärrys.
- Uusien digitaalisten palveluiden voimakkaan kasvun ja etenevän digitransformaation perässä myös kyber- ja tietoturvallisuuden merkityksen on korostuttava. Arviomme mukaan hyötyjiä ovat sellaiset yhtiöt, jotka kykenevät liittämään kyber- ja tietoturvaosaamisensa laajempiin palvelukokonaisuuksiin. Häviäjiä ovat puolestaan pistemäisiä ratkaisuja tarjoavat ja / tai täysin ulkopuolisten kumppanien varassa olevat toimittajat.

Toimiala 5/6

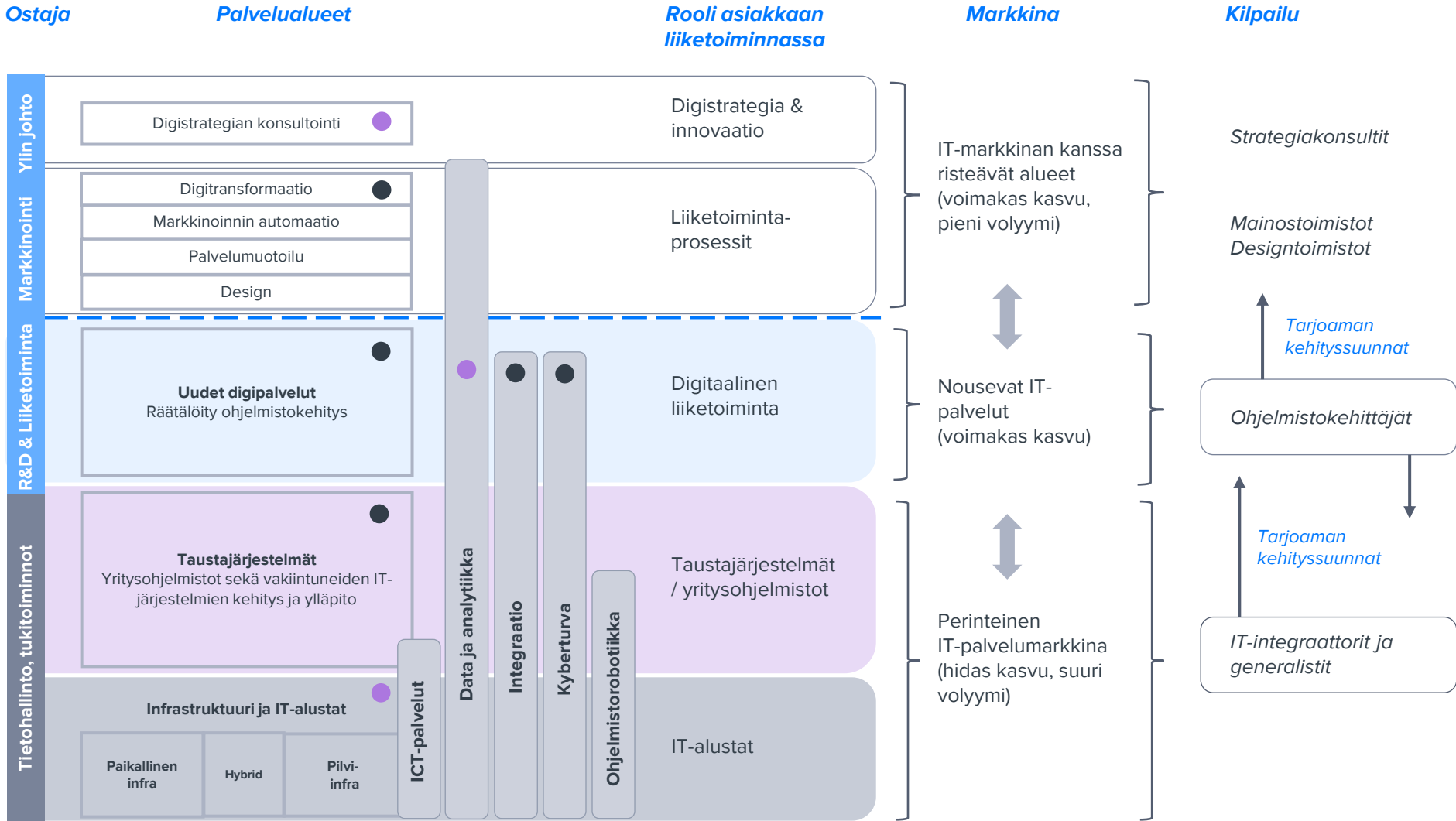
Netumin tarjoama

●

 Ydinosaamisalue

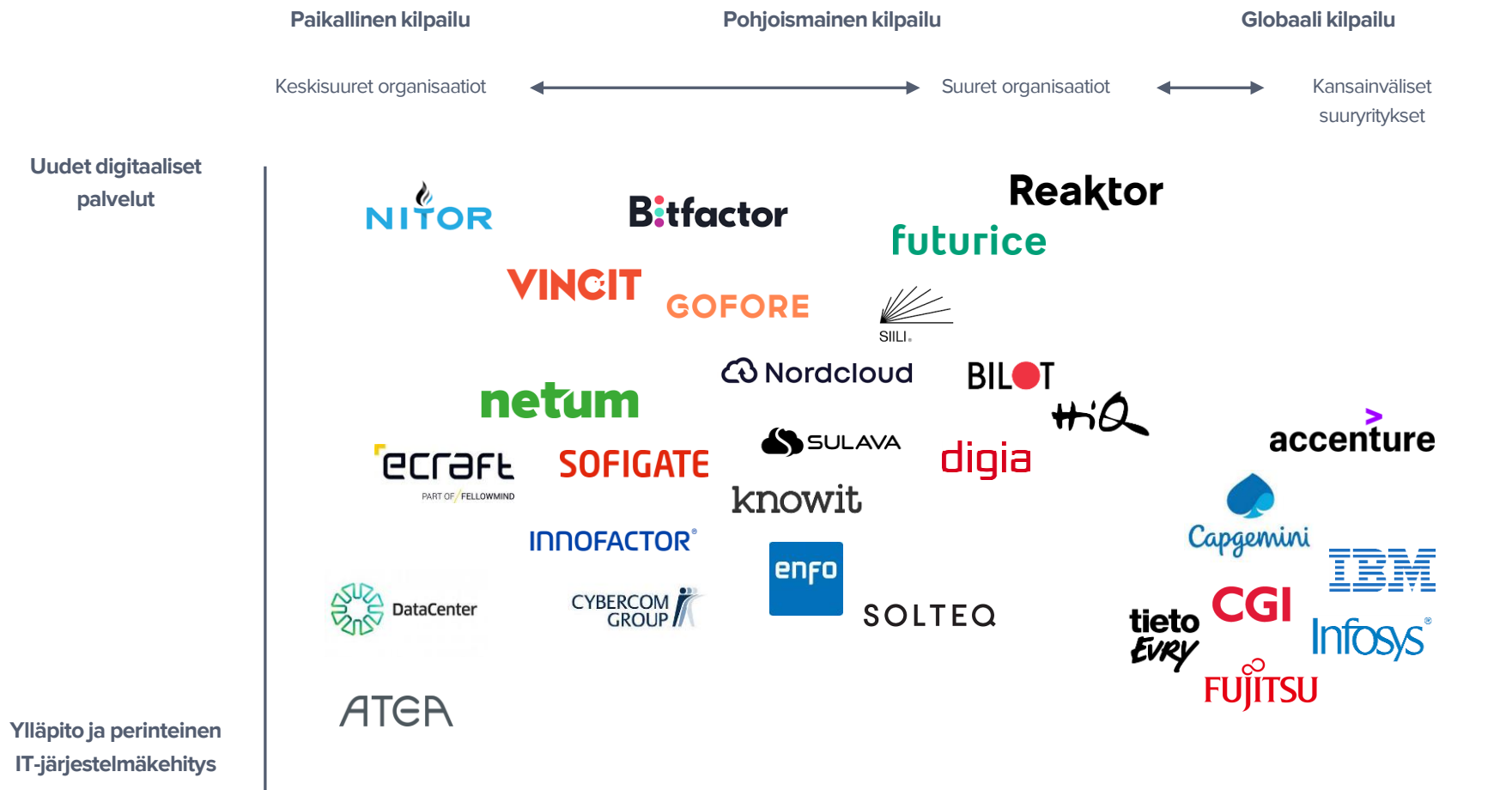
●

 Osaamisalue



Toimiala 6/6

Suomen markkinarakenne asiakaskoon ja palvelualuekohtaisen asemoitumisen perusteella



Kilpailukenttä 1/3

Kilpailijoita kolmessa tasossa

Suomen IT-palvelumarkkinan hajanaista rakennetta mukaillen myös kilpailukenttä 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 TietoEvy, CGI, Fujitsu, Accenture ja CapGemini. Toisessa kerroksessa toimivat yhtiöt ovat puolestaan kokoluokaltaan noin 20-100 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.

Toimialan ja kilpailukentän koostumusta seuraten myös Netumin kohtaama kilpailu on arviomme mukaan varsin eläväistä. Näin ollen yhtiöllä ei mielestämme ole yhtä yksittäistä ja selkeää kilpailijaa, vaan kulloinenkin asetelma riippuu muun muassa tarvittavasta osaamisesta, ratkaistavan ongelman luonteesta ja asiakkaan omasta kokoluokasta. Netumin omaa skaalaa heijastellen kovimmat kilpailijat tulevat kuitenkin keskisuurten toimijoiden joukosta, vaikka luonnollisesti joitain taistoja käydään suurten IT-generalistien ja jossain määrin myös asiakkaiden omien IT-resurssien kanssa.

Generalisteista Netumin kilpailijoita ovat arviomme mukaan esimerkiksi CGI ja Accenture. Näitä toimijoita vastaan on käytännössä mahdotonta erottautua omalla tarjoamalla tai toimituskyvyllä.

Netumin 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.

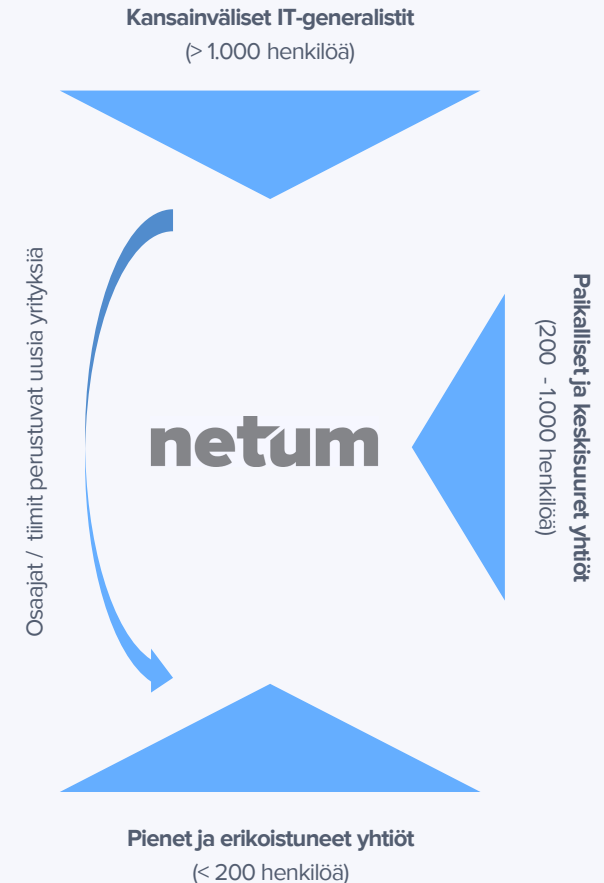
Keskisuurista yhtiöistä Netumin keskeisimpiä kilpailijoita erityisesti digipalveluiden kehityksen puolella ovat arviomme mukaan Solitan, Visman, Cybercomin (nykyisin osa KnowIT-konsernia), Goforen ja Vincitin kaltaiset yhtiöt. Näihin toimijoihin Netum pyrkii tekemään pesäeroa integraatio- ja ylläpito-osaamisellaan sekä kyberturvallisuuskulmalla. Mielestämme myös L2D-ajattelumalli voidaan nähdä Netumille tiettyä erottautumisvoimaa tuovana tekijänä konseptin erilaista lähestymistapaa ja arvolupausta heijastellen. Konsultoinnissa yhtiö kilpailee muun muassa perinteisten liikkeenjohdon konsulttien kuten KPMG:n, PwC:n ja Deloitteen kanssa, kun taas integroinnin ja ylläpidon puolella vastassa on Digian kaltaisia toimittajia. Näiden lisäksi Netum kilpailee pienten ja tietyille erikoisalueille keskittyneiden yhtiöiden kanssa. Osa näistä toimijoista kuuluvat kuitenkin myös yhtiön omaan alihankintaverkostoon, eikä niitä siten voida laskea pelkiksi 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



Kilpailukentän dynamiikka



Kilpailukenttä 2/3

teollisuusportfoliot ovat hyvin laajoja, mitä mukaillen myös asiakas- ja toimialaymmärrykset ovat yleensä pienempiä toimijoita syvempiä. IT-generalistien geeniperimän ytimessä on vahva taustajärjestelmäosaaminen. Käytännössä tämä tarkoittaa sitä, että näiden yhtiöiden ratkaisut ovat asiakkaan näkökulmasta sekä erittäin liiketoimintakriittisiä että vakiintuneita. Nämä taustajärjestelmätoimitukset ovat myös teknisesti hyvin haastavia ja korkean riskin hankkeita. Näin ollen IT-generalistien keskeisimmät kilpailuedut voidaan mielestämme tiivistää suuriin resursseihin, asiakkaan kohtaamiin vaihdon kustannuksiin sekä korkeisiin alalle tulon kynnyksiin.

Netumin 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 digitalisaatioratkaisuja esimerkiksi suoraan liiketoiminnalle. Näin ollen pienemmät yhtiöt eivät välttämättä lainkaan kohtaa kilpailussa asiakkaan vakiintunutta järjestelmätoimittajaa. Suuret generalistit ja Netumin 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. Tätä heijastellen 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 että 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 kehittymisiä ja reagoimaan näihin muutoksiin omia osaamisia soveltamalla / rakentamalla. Tätä taustaa vasten pidämme aidosti kestävien kilpailuetujen luomista rakenteellisesti vaikeana harjoituksena. Pitkän aikavälin arvonluonnille emme kuitenkaan näe tätä esteenä.



Netumin kilpailutekijät

Vahvistavat tekijät

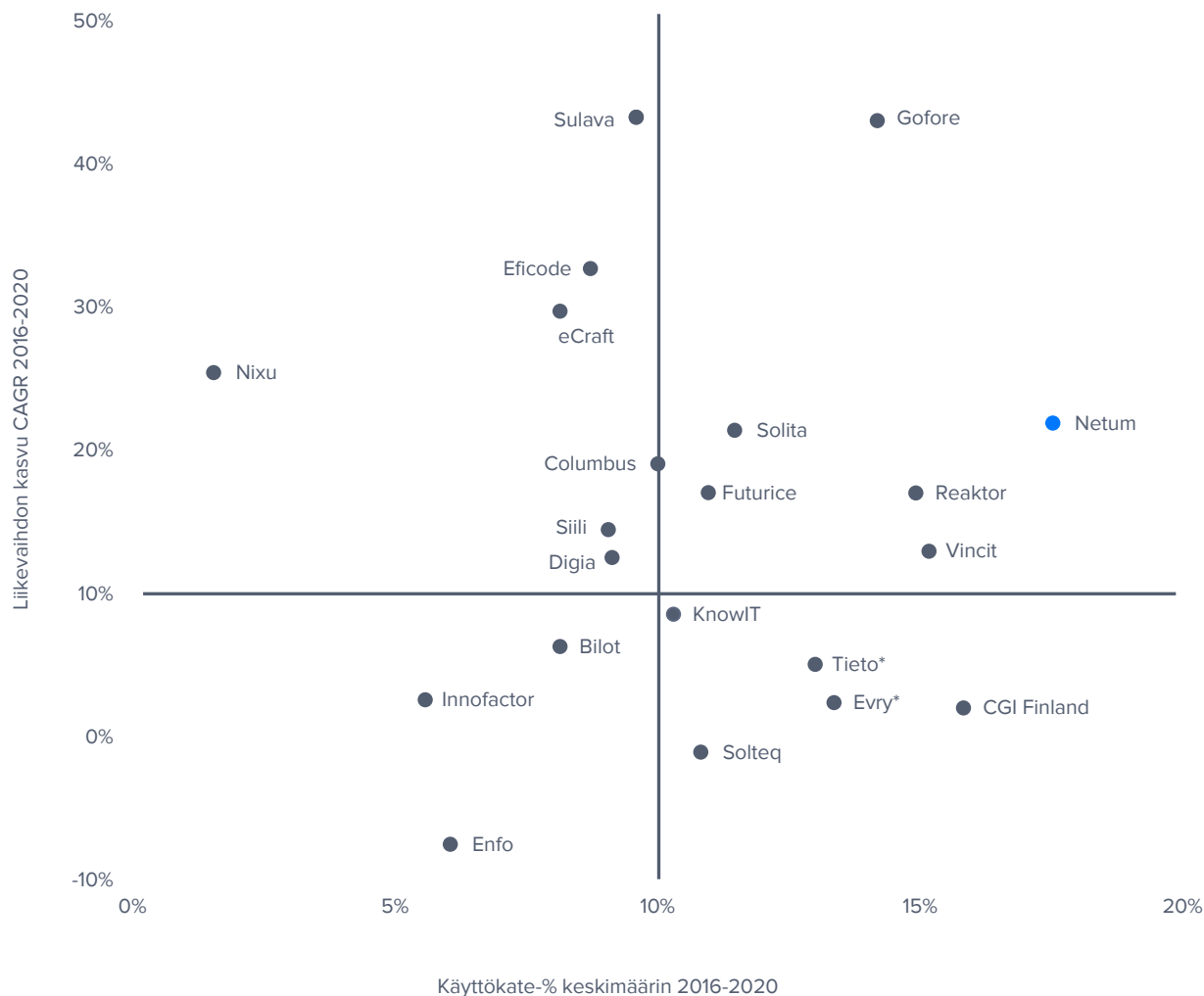
- Pienen toimijan ketteryys yhdistettynä laajaan palvelutarjoamaan (mm. kyberturvallisuus)
- Elinkaarien hallinnan ja erottautumisen kannalta arvokas integraatio- ja ylläpito-osaaminen
- Vanhoihin IT-varantoihin ja niiden hyödyntämiseen liittyvä ymmärrys ja osaaminen
- Hyvä julkishallinnon osto- ja kilpailutusprosessien hallitseminen

Heikentävät tekijät

- Suuria ja kustannustehokkailta offshore-resursseilla toimivia IT-generalisteja heikompi toimituskyky etenkin korkeamman riskitason hankkeissa
- Haastajina useita pieniä ja Netumia ketterämpiä toimijoita
- Ohjelmistokehityksen matalat alalle tulon kynnykset
- Henkilöstörakenteen mahdolliset negatiiviset vaikutukset uudistumiskykyyn
- Tunnettuus osaajamarkkinassa

Kilpailukenttä 3/3

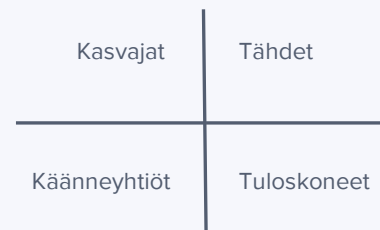
Kilpailijoiden taloudellinen kehitys



Lähde: Inderes, yhtiöt
 *Itsenäisenä vuodet 2016-2019
 Luvut sisältävät IFRS 16 -muutoksen vuoden 2019 osalta



Kilpailukentän profiili



Tähdet

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

Kasvajet

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

Tulokoneet

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

Käänneyhtiöt

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

Strategia 1/2



Arvolupaus ja kysyntäpuoli

Arvolupaus?

- Arviomme mukaan Netumin arvolupaus on olla asiakkaalle luotettava, liiketoimintakriittinen ja strateginen kumppani sekä digitaalisen toiminnan rakentamisessa että siihen liittyvien ansaintojen kehittämisessä.
- Näkemyksemme mukaan yhtiö pyrkii erottautumaan teknologioiden elinkaarien yli katsovalla ajattelumallilla (L2D) sekä laajan palvelutarjoaman ja ketterän toimituskyvyn yhdistelmällä.
- Pitkiä asiakassuhteita ja kannattavaa kasvuhistoriaa mukaillen arvolupauksen lunastamisessa on mielestämme onnistuttu.

Kohdesegmentti?

- Netumin palvelutarjoama (ml. omat tuotteet) ja osaaminen on toimialariippumatonta. Tätä mukaillen emme usko yhtiön hakevan tarkkaa toimiala- tai asiakaskohtaista asemoitumista, vaan katsovan markkinaa omien osaamiskärkien kautta. Pieni koko asettaa kuitenkin tiettyjä luonnollisia rajoitteita (mm. isot asiakkaat ostavat isoilta toimittajilta).
- Historiallisesti julkinen sektori on ollut selkeä painopistealue. Tämä valinta on ollut tuloksellisesti onnistunut ja arviomme mukaan yhtiö on pystynyt hankkimaan julkisella puolella itselleen myös suhteellista etumatkaa.
- Tulevaisuudessa fokus vahvemmin myös yksityisen sektorin tilaisuuksissa.

Hinnoittelu?

- Henkilöstön rakenne painottuu korkeamman palkkatason senioriosaajiin, mikä osaltaan nostaa hinnoittelun lähtöpistettä. Toisaalta Netumin hyvä kulutietoisuus tuo hinnoitteluun joustoa, eikä yhtiö arviomme mukaan pyri toimialan korkeimpiin tuntihintoihin.
- Laaja palvelutarjoama tukee hintapuolen dynaamisuutta (ts. voidaan katsoa asiakkaita konsernitasolla palvelualueen sijaan) ja kokonaiskilpailukykyä.



Oma arvoketju ja kyvykkyydet

Toteutus ja toimitus



- Oman toteutus- ja toimituskyvyn ylläpitäminen on arvolupauksen jatkuvaluontoisen lunastamisen kannalta erittäin kriittistä.
- Netumin henkilöstön kokemustasoa peilaten uskomme erilaisten liiketoimintojen ymmärtämisen olevan hyvää. Tämän tulisi vahvistaa edellytyksiä strategisten kumppanuuksien solmimiselle ja arvon luomiselle, sillä pelkällä teknisellä taidolla erottautuminen on vaikeaa.
- Netumin teknologiariippumattomuus laajentaa ratkaisuvapautta ja tukee arvolupauksen toimittamista.

Rekrytointi



- Kilpailukykyinen toteutus- ja toimitusosaaminen on aina seurausta onnistuneista rekrytoinneista.
- Kasvun tavoittelun ja haastavan osaajamarkkinan yhtälössä rekrytoinnin merkitys on tavattoman tärkeä.
- Omia erottautumistekijöitä ovat matalan hierarkiatason johtamismalli ja julkisen sektorin asiakasreferenssit.
- Toimivan alihankintaverkoston rakentaminen ja sen avulla kasvaminen on yksi tärkeimmistä kehitysalueista.

Tehdyt arvoketjuvalinnat?

- Palvelutarjoamasta on rakennettu laaja, eikä Netum ole asemoitunut pelkästään yksittäisiin ratkaisupisteisiin. Tämä on luonut toimintaan erilaisia myynnin tulokulmia ja samalla ristiinmyyntisaumoja.
- Senioritason henkilöstörakenne on mahdollistanut elinkaarien yli katsovan toimintatavan (L2D) soveltamisen.
- Tuoteliiketoimintaan on investoitu, mutta kaupalliset ylösajot vielä alussa.

Strategia 2/2



Strategian tavoitteet



Kannattava kasvu



Orgaaninen tie

- Toimialan kasvunäkymä on vahva, mikä yhdessä laajan palvelutarjoaman kanssa luo Netumille tukevan lähtökohdan orgaanisille onnistumisille.
- Painopistealueita ovat digipalveluiden kehitys, kyberturvallisuus ja konsultointipuoli. Pidämme tätä järkevänä lähestymistapana, sillä nämä ovat itsessään vahvasti kasvavia alueita ja niiden tarjoamat ristiinmyyntitiet ovat hyviä.
- Kuitenkin myös toisen suuntainen (ts. myynti painopistealueen sisään muualta) ristiinmyynti on oleellinen osa strategian toteuttamista.
- Netumin tavoitteena on saavuttaa orgaanisesti 30 MEUR:n liikevaihto vuonna 2023. Tavoite on kunnianhimoinen (20 % p.a.) ja siihen yltääkseen yhtiön on toimitettavia väkeviä onnistumisia sekä uusien asiakkaiden hankinnan että rekrytointien (ml. alihankintaverkoston kehittäminen) puolella
- Historiallista tuottavuustasoa, nykyistä henkilömäärää sekä kasvutavoitetta heijastellen kumulatiivinen rekrytointitarve on arviomme mukaan noin 55-65 henkilöä.



Yrityssostot

- Kotimaisen IT-palvelumarkkinan rakenne on hajanainen, mikä tarjoaa hyvän alustan yrityssostovetoisen kasvun kartoittamiselle.
- Yrityssostoin tapahtuvan kasvun teollisena logiikkana on uusien kyvykkyyksien hankkiminen, tarjoama-alueiden vahvistaminen sekä uusiin asiakkuuksiin laajeneminen.
- Yrityssostojen kassavirtaprofiili on myös tyypillisesti heti positiivinen (vrt. orgaaninen rekrytointi ja laskutusasteiden asteittainen nosto) ja ne tuovat nopeita kasvutuloksia.
- Netum ei arviomme mukaan ole kiinnostunut heikoilla kannattavuustasoilla toimivista yhtiöistä tai rakennemuutoksia vaativista järjestelyistä. Tämä laskee yrityssostostrategian toteuttamiseen liittyvää riskitasoa, mutta voi nostaa ostohintaa.
- Liiketoiminnan laadun ohella uskomme Netumin olevan hyvin tarkka myös ostokohteen kulttuurillisesta sopivuudesta. Asiantuntijoiden integroimisiin liittyvät vaikeudet huomioiden pidämme tätä lähestymistapaa järkevänä.



Kannattavuustavoite

- Netumin tavoitteena on vuositasolla yltää vähintään 15 % käyttökatemarginaaliin.
- Marginaalirima ei ole turhan korkea, sillä yhtiö on historiallisesti yltänyt selvästi parempaankin.
- Ansaintalogiikkaa heijastellen tavoitteen saavuttaminen ei ole suoraan sidonnainen kasvulle. Oleellisempia ajureita ovatkin laskutusasteiden hallinta ja nykyisestä kulutehokkuudesta kiinni pitäminen.



Voitonjako

- Voitonjakopolitiikkansa mukaisesti Netum pyrkii maksamaan vähintään 40 % vertailukelpoisesta voitostaan osinkoina.
- Yhtiön kassavirtaprofiili on hyvä, eikä toiminta ja kasvu (pl. yrityssostot) sido merkittäviä määriä pääomia. Näin ollen emme näe voitonjakopolitiikan vievän yhtiötä tilanteeseen, jossa se joutuisi maksamaan osinkoja menetettyjen kasvumahdollisuuksien kustannuksella.

Taloudellinen tilanne 1/3

Historiallinen kehitys

Netumin historiallinen kehitys on ollut hyvää, sillä vuosina 2017-2020 liikevaihdon vuotuinen keskimääräinen kasvuvauhti oli yhteensä 20 % ja organisesti 14 %. Vahva kasvu ei ole tullut kannattavuuden kustannuksella saman ajanjakson 23 % keskimääräistä EBITA-kasvua ja 16 % EBITA-marginaalia heijastellen. Hyvä kannattavan kasvun historia on mielestämme konkreettinen osoitus Netumin omasta kilpailukyvyistä sekä laskutusasteiden hallitsemisen taidosta. Tämä vahvistaa luottamustamme myös tulevien vuosien kannattavan kasvun tavoittelua silmällä pitäen.

Alihankinnan osuus on vaihdellut

Netum on hyödyntänyt oman talon ulkopuolisia resursseja vaihtelevasti, sillä alihankinnan osuus kokonaiskustannuksista on liikkunut noin 16-32 % välissä. Liikevaihtoon nähden alihankinnan historiallinen osuus on puolestaan vaihdellut noin 15-29 % haarukassa. Luonteeltaan alihankinnan kustannukset ovat lähes täysin muuttuvia.

Arviomme mukaan yhtiön alihankintaverkoston rakenne on varsin monipuolinen ja se koostuu sekä pienistä muutaman henkilön resurssitaloista että kokoluokaltaan suuremmista osaajakonserneista. Varsinaiselta kooltaan alihankintaverkosto on käsityksemme mukaan kuitenkin vielä pieni ja etenkin isompia hankkeita ajatellen riittämätön. Verkoston koon kasvattamisen ohella uskomme Netumin panostavan jatkossa myös kumppanien systemaattisempaan ja sitä kautta kustannustehokkaampaan johtamiseen.

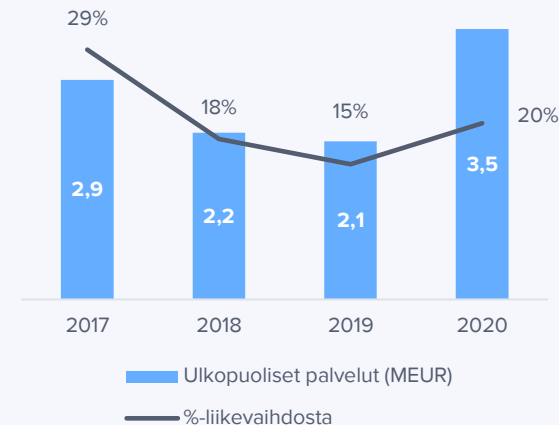
Henkilöstökulut kulupuolen hallitsija

Netumin kulurakenteen suurin yksittäinen erä on henkilöstökulut, sillä yhtiön ansaintamalli on hyvin tieto- ja henkilöintensiivinen. Henkilöstökulut ovat luonteeltaan kiinteitä, mutta ilman laskutusasteista löytyvää nousuvaraa ne ovat heikosti skaalautuvaa sorttia. Tuoteliiketoiminnassa kuludynamiikka on sen sijaan hyvin erilainen, mutta tämän puolen toiminta on vielä kokonaisuuden kannalta pientä.

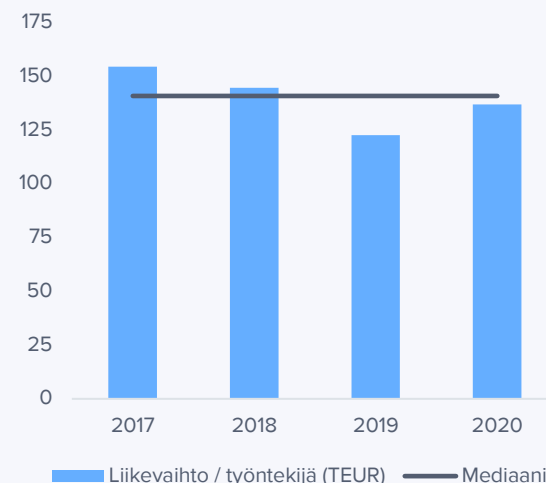
Vuonna 2020 Netumin henkilöstökulut vastasivat yhteensä 57 % kokonaiskustannuksista. Liikevaihtoon suhteutettuna henkilöstökulujen osuus oli puolestaan 51 %. Yhtiön henkilöstötehokkuutta hyvin kuvaava työntekijäkohtainen liikevaihto on historiallisesti ollut noin 141 TEUR, kun vuonna 2020 samainen mittari asettui 137 TEUR:oon. Netumin liiketoiminnan ansaintalogiikkaa ja korkeaa henkilöintensiiteettiä peilaten on mielestämme ilmiselvää, että henkilöstötehokkuuteen keskittyminen on olennainen osa sekä operatiivista että strategista tekemistä.

Käytännön tasolla tämän tekemisen ytimessä on laskutusasteiden hallinta, missä yhtiötä edesauttaa sisäisesti kehitetty ja erillisjärjestelmät yhteen liittävä RTE-johtamistyökalu. Tämän avulla yhtiö kykenee saamaan kattavan ja ajantasaisen tilannekuvan vapaista / vapautuvista osaamisistaan ja sitä kautta tehostamaan myynti-, toimitus- ja rekrytointiprosessejaan. Pitkällä aikavälillä tehokkuuspetaukset ovat kriittisiä etenkin palkkainflaation torjumista ajatellen, sillä sen täysimääräinen siirtäminen asiakashintoihin on arviomme mukaan haastavaa.

Ulkopuolisten palveluiden kehittyminen



Henkilöstötehokkuuden kehitys



Taloudellinen tilanne 2/3

Muut kulut on pidetty pieninä

Netumin kolmas merkittävä kustannuserä on liiketoiminnan muut kulut. Nämä kulut ovat pääosin kiinteitä, joskin mukana on myös joitain muuttuvia osia. Liikevaihtoon suhteutettuna muut kulut ovat historiallisesti muodostaneet noin 10-13 %. Kulukuri onkin ollut varsin tiukka, mikä arviomme mukaan juontaa juurensa yhtiön yrittäjähenkiseen ajattelu- ja toimintakulttuuriin. Tätä heijastellen uskomme muiden kulujen pysyvän suhteellisen matalina myös jatkossa, vaikka listautuminen ja muut tunnettuuspanostukset hieman kuluja nostavatkin.

Vuoden lopun taseasema oli hyvä

Vuoden 2020 lopussa Netumin omavaraisuusaste oli 42 % ja nettovelkaantumisaste 54 %. Nämä tasot ovat liiketoiminnan logiikka huomioiden hyviä. Netumin taseasema on vahva myös velankantokyvyn näkökulmasta katsottuna, sillä vuoden 2020 operatiivisilla luvuilla Netumin nettovelan suhde käyttökatteeseen oli maltillisella 0,8x tasolla. Kulutehokas toimintamalli sekä hyvä kannattavuus- ja kassavirtaprofiili huomioiden pidämme myös yhtiön rakenteellista velankantokykyä hyvänä. Tätä sekä yritysostot sisällään pitämää kasvustrategiaa heijastellen uskomme, että yhtiö on jatkossakin valmis etenemään kohtuullisen aggressiivisella, mutta samalla riittävää vakautta tarjoavalla pääomarakenteella.

Arviomme mukaan tällainen taseasema voisi omavaraisuusasteella katsottuna tarkoittaa noin 30-40 % ja vastaavasti nettovelka / käyttökatte -

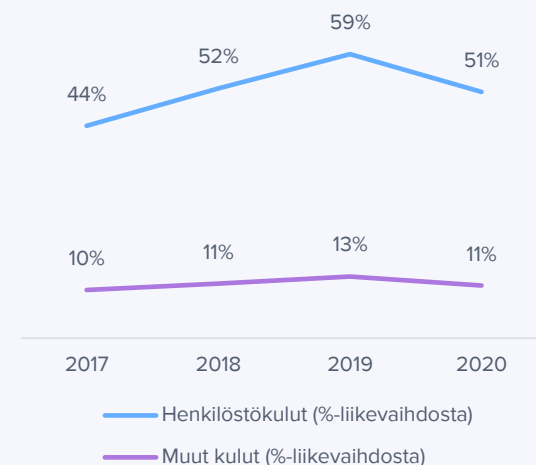
kertoimen kautta tarkasteltuna noin 2x-3x tasoa. Yritysostojen yhteydessä mielestämme myös reippaamman vivun käyttäminen on perusteltua, kunhan ostokohteen strateginen sopivuus on korkea, integrointiin liittyvät riskit hallittuja ja paluu takaisin pääomarakenteen normaaliin viitekehikkoon on realistinen nähtävissä olevan tulevaisuuden aikana.

Tätä taustaa ja listautumisannin vahvistamaa tasetta vasten Netumilla on mielestämme valtava määrä taloudellista liikkumatilaa niin kasvustrategiansa orgaanista kuin yritysostojenkin läpi menevää toteuttamista ajatellen. Emme kuitenkaan odota yhtiön hakevan pääoman allokoinnissaan nopeita ja taserakennetta väkisin optimoivia vaihtoehtoja. Näin ollen uskomme Netumin jatkavan potentiaalisten ostokohteiden harkittua, kärsivällistä ja omistaja-arvon luontia vaalivaa kartoittamista tulevaisuudessakin.

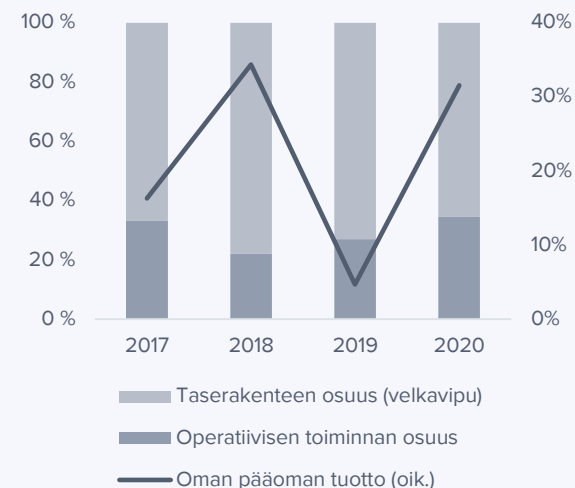
Kassavirta on vahva

Tavallisten käyttöpääomatarpeiden ja normaalien investointien jälkeen Netumin vapaan kassavirran suhde liikearvopoistoista oikaistuun liikevoittoon on ollut noin 60-70 %. Netumin toiminta ei tule jatkossakaan vaatimaan oleellisia investointeja. Tämän tulisi yhdessä nykyisen suorituskyvyn sekä hyvän kasvunäkymän kanssa luoda mainiot edellytykset absoluuttisesti vahvan kassavirran tekemiselle. Vahva kassavirta puolestaan vahvistaa strategian toteuttamisen resursseja ja tukee samalla myös osingonjakokykyä.

Henkilöstö- ja muut kulut

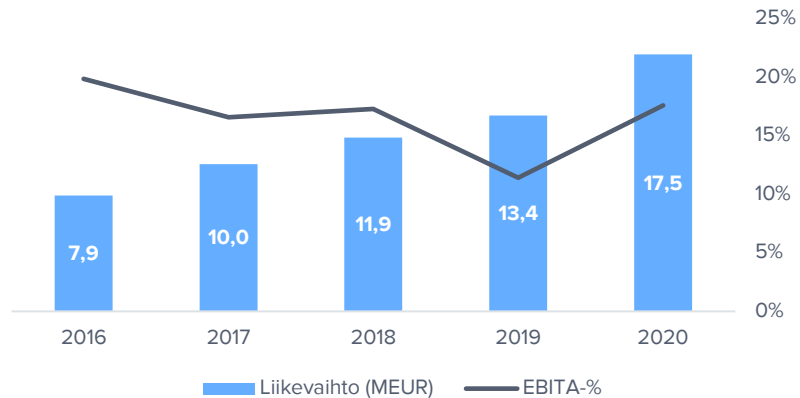


Oman pääoman tuoton kehitys

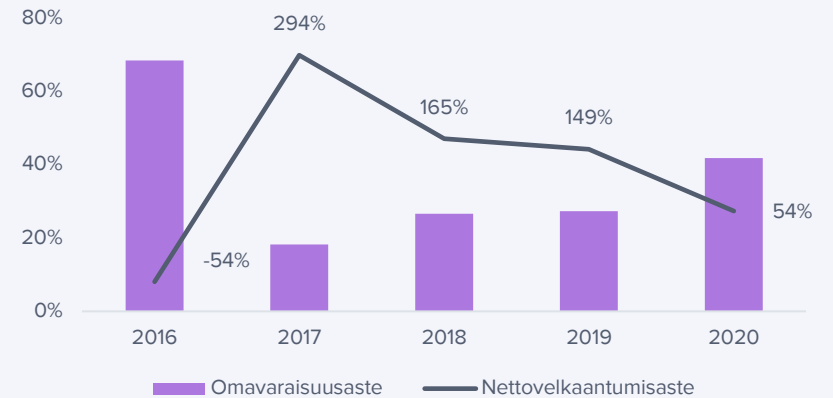


Taloudellinen tilanne 3/3

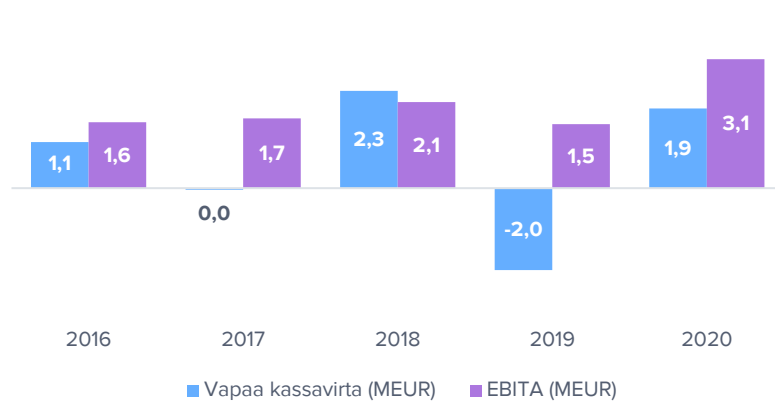
Liikevaihdon ja kannattavuuden kehitys



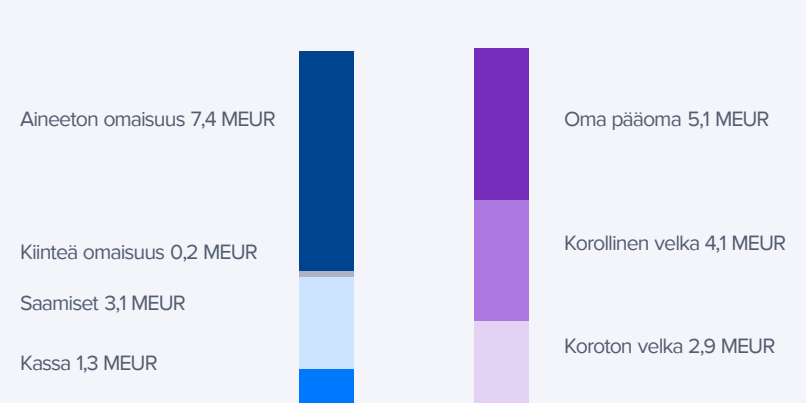
Taseaseman kehitys



Kassavirran kehitys



Taseasema vuoden 2020 lopussa



Ennusteet 1/3

Ennustemalli

Ennustamme Netumin liikevaihdon lyhyen ja osin myös keskipitkän aikavälin kehitystä tiedossa olevien julkishallinnon puitesopimusten, niiden tuomien peruskuormien, arvioimamme uusien kauppoiden sekä henkilöstömäärän kehittymisen perusteella. Pitkällä aikavälillä ennusteemme pohjautuvat pitkälti toimialan yleisten suuntaviivojen ja niihin vaikuttavien voimien päälle. Tiedossa olevien pitkien puitesopimusten myötä näkyvyys Netumin liiketoiminnan lyhyen aikavälin kehittymiseen on mielestämme verrattain hyvä. Lyhyellä aikavälillä olennaisimmat epävarmuudet liittyvätkin pitkälti uusien kauppoiden saamiseen, tarvittavissa rekrytoinneissa onnistumiseen ja tätä kautta kasvun kulmakertoimeen. Samat muuttujat pätevät myös pitkällä aikavälillä, joskin tällöin kasvun tavoittelussa onnistuminen on lyhyttä jännettä riippuvaisempi yhtiön oman kilpailukykyyn kehitymisestä ja strategian suunnitelmien mukaisesta toteuttamisesta.

Lyhyen ja keskipitkän aikavälin kannattavuuden arvioinnissa keskitymme odottamamme kasvun, tarvittavan henkilöstömäärän ja tuottavuustason (ts. laskutusasteiden) kolmikannan sekä kiinteän kulupohjan mallintamiseen. Pitkällä aikavälillä arvioimme kannattavuutta puolestaan näiden tekijöiden sekä kestäviksi arvioimamme marginaalitasojen kautta. Keskeisimmät operatiiviseen kannattavuuteen kohdistuvat epävarmuudet liittyvät kuluprofiilia ja ansaintalogiikkaa mukaillen henkilöstötehokkuuteen, rekrytointien ajoittumisiin

sekä palkkainflaation hallitsemiseen. Tuloslaskelman alarivejä pidämme sen sijaan varsin simpeleinä, eikä näiden erien arviointiin mielestämme liity erityisiä kompastuskiviä.

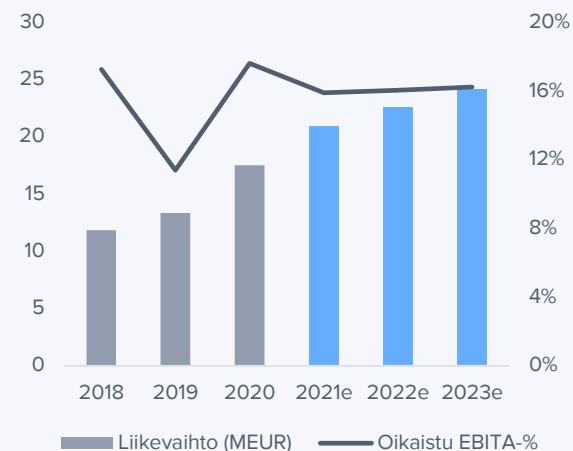
Emme ennusteissamme huomioi mielestämme jo keskipitkällä aikavälillä melko todennäköisiä yritysjärjestelyjä, sillä kauppoiden ajoituksia ja kokoja on mahdotonta arvioida etukäteen.

Vuoteen 2021 lähdettiin hyvästä tilanteesta

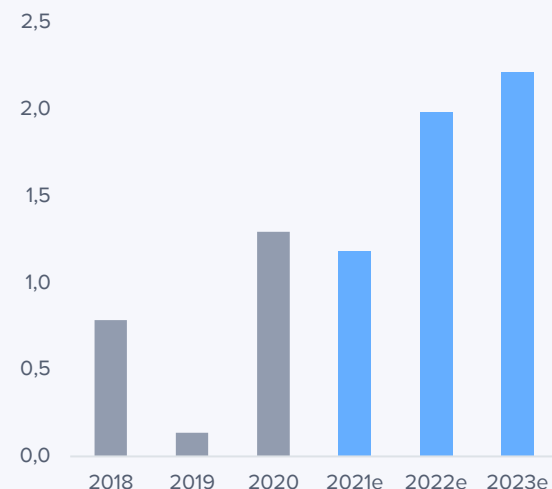
Koronapandemian värjäämä vuosi 2020 oli Netumille kaiken kaikkiaan oikein hyvä. Viime vuoden aikana yhtiö käynnisti työt kokoluokaltaan merkittävään ja rakenteeltaan pitkään EURA 2021 -hankkeeseen liittyen. Tämän hankkeen sekä voitettujen uusien asiakkaiden myötä liikevaihto kasvoi reippaasti. Yhtiö myös onnistui vahvistamaan organisaatiotaan tarvituilla rekrytoinneilla. Samaan aikaan Netum hallitsi laskutusasteitaan hienosti ja kykeni pitämään kiinni vahvasta kulutehokkuudestaan. Näiden onnistumisten summana Netum ylsikin vuonna 2020 toimialan kontekstiin linjattuna erinomaiseen 17,6 % EBITA-marginaaliin. Oman tekemisen tasoa sekä pitkien puitesopimusten tuomaa peruskuormaa mukaillen yhtiön operatiivinen lähtötilanne vuoteen 2021 oli mielestämme mainio.

Vuodelle 2021 Netum ohjeistaa 20-22 MEUR:n liikevaihtoa ja 3,1-3,5 MEUR:n vertailukelpoista EBITA:a. Käsityksemme mukaan yhtiö on alkuvuoden aikana onnistunut rekrytoinneissaan hyvin, eikä käytettävissä olevien omien resurssien tulisi muodostaa pullonkaulaa ohjeistuksessa

Liikevaihdon ja oikaistun kannattavuuden kehitys



Nettotuloksen (MEUR) kehitys



Ennusteet 2/3

annettujen haarukoiden saavuttamiselle. Rekrytointitahtia, pohjalla olevaa liikevaihtokuormaa sekä toimialan hyvää yleisvirettä mukaillen emme usko myöskään kysyntäpuolen yhtiölle päänsaavaa tämän vuoden aikana aiheuttavan. Tätä kokonaisuutta heijastellen odotamme Netumin koko vuoden liikevaihdon kasvavan 19 % 20,9 MEUR:oon.

Suuruusluokaltaan noin 1 MEUR:n liikearvon poistoista ja muista kertaeristä (mm. 0,8 MEUR:n suuruiset listautumiskulut) oikaistun liikevoiton odotamme kohoavan 7 % 3,3 MEUR:oon liikevaihdon kasvun vetämänä. Henkilöstöhokkuuden odotamme laskevan edellisvuodesta hieman etupainotteisempia rekrytointeja ja sitä kautta matalammaksi jäävää kokonaislaskutusastetta heijastellen. Kulukurin odotamme pysyvän kuitenkin kokonaisuudessaan hyvänä ja EBITA-marginaalin asettuvan terhakkaalle noin 16 % tasolle.

Rahoituskulujen odotamme laskevan pienentyvän bruttovelan perässä hieman, kun taas veroasteen odotamme pysyvän normaalina. Näin ollen arvioimme Netumin yltävän tänä vuonna 1,2 MEUR:n raportoituun nettotulokseen. Tästä odotamme Netumin jakavan osinkoa voitonjakopolitiikkansa mukaisesti. Operatiivisen kassavirran odotamme pysyvän absoluuttisesti vahvana tuloskehitystä ja ei-kassavirtavaikutteisten PPA-poistojen tuomaa pientä verokilpeä heijastellen. Taseaseman odotamme asettuvan erittäin vahvaksi (2021e: omavaraisuusaste 80 % ja nettovelkaantumisaste -48 %) hyvän

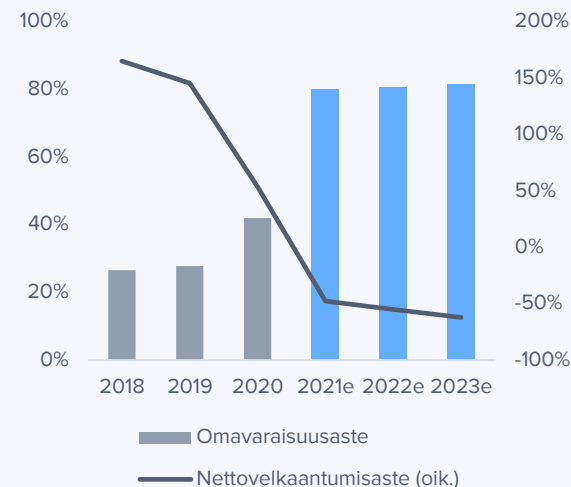
tuloskehityksen ja listautumisannin vahvistavien vaikutusten seurauksena.

Myös ensi vuodesta on lupa odottaa hyvää

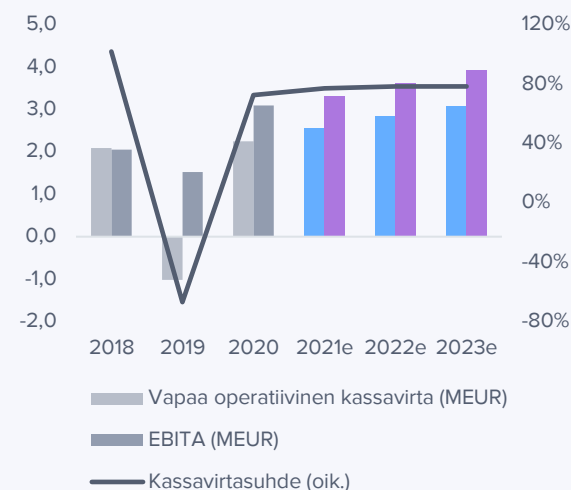
Vuonna 2022 odotamme Netumin pysyvän hyvässä vauhdissa ja liikevaihdon kasvavan 8 % 22,6 MEUR:oon puitesopimusten tuomien pohjatulojen, oman kokonaiskilpailukyyn kautta voitettujen uusien asiakkaiden sekä hyvänä pysyvän markkinavireen tarjoamien mahdollisuuksien tukemana. Ennusteemme ei ole tavattoman vaativa ja se on varsin selvästi yhtiön itsensä asettamaa vuotuista kasvutavoitetta maltillisempi. Näin ollen Netumilla voi olla rahkeita selvästikin odotuksiamme parempaan suoritukseen, kunhan vain kasvun kannalta kriittisissä rekrytoinneissa (ml. nykyisten osaajien pitäminen) ja niitä tukevissa investoinneissa onnistutaan, eikä omaa kilpailukykyä päästetä pehmentymään.

Liikearvon poistoista oikaistun liikevoiton odotamme kohoavan vuonna 2022 3,6 MEUR:oon liikevaihdon kasvun ja edellisvuotta paremman henkilöstöhokkuuden ajamana. Normaalien rahoituskulujen ja verojen jälkeen odotamme raportoidun nettotuloksen puolestaan asettuvan 2,0 MEUR:oon. Hyvä tulos ja vahvana pysyvä kassavirta eivät luonnollisestikaan aseta minkäänlaisia rajoitteita voitonjakopolitiikan mukaiselle osingon maksamiselle. Vuoden 2022 lopun omavaraisuusasteen odotamme asettuvan 81 %:iin ja nettovelkaantumisasteen -55 %:iin.

Taseaseman kehitys



Kassavirran kehitys



Ennusteet 3/3

Veto jatkuu vuonna 2023

Vuonna 2023 odotamme Netumin jatkavan hyvää menoa ja liikevaihdon nousevan 7 % 24 MEUR:oon. Kasvua ajavat edelleen pirteästi niin yksityisellä kuin julkisellakin sektorilla kehittyvät digitaaliset investoinnit, oman kilpailukyvyn pysyvyys sekä onnistumiset uusien asiakkaiden hankkimisessa. Vuoteen 2023 mennessä uskomme yhtiön onnistuneen myös alihankintaverkostonsa kehittämisessä, minkä tulisi parantaa kokonaiskyvykkyyttä ja siten kasvusaumojen etenkin suuremmissa hankkeissa. Kasvun osalta ennusteemme on melko reilusti yhtiön tavoitteleman 30 MEUR:n liikevaihtotason alapuolella. Tämä peilaa pitkälti turvamarginaalit sisältävää lähestymistapaamme sekä tiettyä varautuneisuutta niin Netumin työnantajabrändin kehittymiseen kuin osaajamarkkinassa pärjäämiseenkin liittyen. Kasvutavoitteen taakseen vaatima absoluuttinen rekrytointitarve ei kuitenkaan ole massiivinen ja tältä osin asetettua tavoitetta voidaan mielestämme pitää realistisena.

Vuoden 2023 liikearvon poistoista oikaistun liikevoiton odotamme asettuvan 3,9 MEUR:oon liikevaihdon kasvua ja hyvillä tasoilla pysyviä laskutusasteita heijastellen. Rahoituskuluihin ja veroihin emme odota merkittäviä muutoksia. Näin ollen arvioimme Netumin raportoidun nettotuloksen nousevan operatiivisen kehityksen perässä 2,2 MEUR:oon, josta uskomme yhtiön maksavan jälleen jakopolitiikkansa mukaisen osinkosiivun. Vuoden lopun omavaraisuusasteen odotamme nousevan 82 %:iin ja

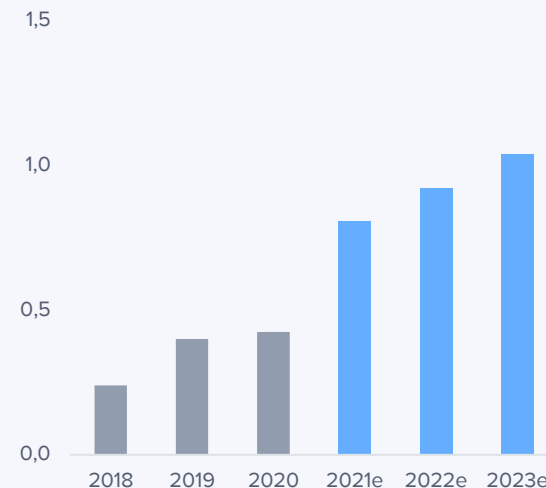
nettovelkaantumisasteen laskevan -62 %:iin. Tällainen tase mahdollistaisi yhtiölle jo suuren yksittäisen ja / tai useamman pienemmän järjestelyn toteuttamisen. Kasvustrategia, toimialan rakenne, yritysostojen teollinen logiikka ja oma järjestelyhistoria huomioiden pidämme miltei varmana, ettei yhtiön tase tule näin vahvaan asentoon taipumaan.

Vierivä kivi ei sammaloidu

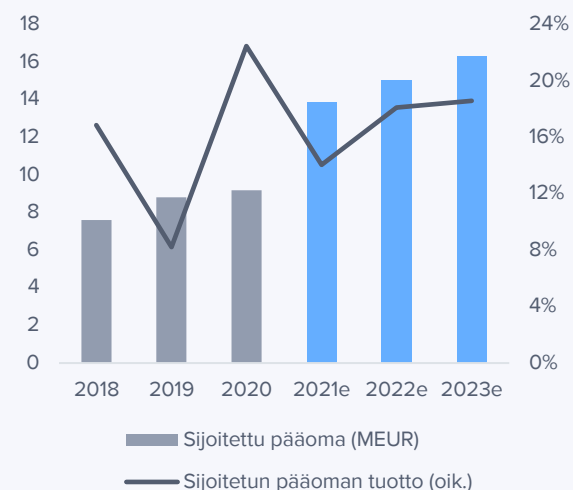
Odotamme Netumin jatkavan kasvustrategiansa johdonmukaista toteuttamista myös vuoden 2023 jälkeen. Pidemmän aikavälin ennusteessamme odotamme yhtiön pysyvän kiinni terveessä kasvussa markkinaa ohjaavien kysyntäajureiden sekä omien ydinvahvuuksien ajamana. Ennustamme Netumin kasvavan pitkällä tähtäimellä 3-8 % vuodessa, mikä on suurin piirtein linjassa toimialan pidemmän aikavälin kasvun kanssa. Näin ollen myös pidemmän aikavälin ennusteitamme voidaan pitää jokseenkin konservatiivisina etenkin, kun huomioidaan myös yritysostojen mahdollisuudet.

Liikearvon poistoista oikaistun liikevoittomarginaalin odotamme pitkällä aikavälillä pysyvän vahvalla 14-15 % tasolla. Keskeisimmät pitkän aikavälin kannattavuusajurit ovat liikevaihdon hallittu kasvu, pienet tehokkuusnostot (mm. palkkainflaation käsittely) sekä kulutietoisesta toimintamallista kiinni pitäminen. Keskeisimmät riskit liittyvät puolestaan näiden ajureiden vastakohtiin ja omaan uudistumiskykyyn.

Osingon kehitys



Sijoitetun pääoman tuoton kehitys



Tulolaskelma

Tuloslaskelma	2019	H1'20	H2'20	2020	H1'21e	H2'21e	2021e	2022e	2023e	2024e
Liikevaihto	13,4	8,6	9,0	17,5	9,9	10,9	20,9	22,6	24,1	25,6
Konserni	13,4	8,6	9,0	17,5	9,9	10,9	20,9	22,6	24,1	25,6
Käyttökate	1,7	1,5	1,7	3,3	0,9	1,9	2,8	3,8	4,1	4,4
Poistot ja arvonalennukset	-1,1	-0,6	-0,6	-1,2	-0,6	-0,6	-1,2	-1,2	-1,2	-1,2
Liikevoitto ilman kertaeriä	1,5	1,5	1,6	3,1	1,5	1,8	3,3	3,6	3,9	4,2
Liikevoitto	0,7	0,9	1,1	2,0	0,3	1,3	1,6	2,6	2,9	3,2
Nettorahoituskulut	-0,2	-0,1	-0,1	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1
Tulos ennen veroja	0,5	0,8	1,0	1,8	0,2	1,3	1,5	2,5	2,8	3,1
Verot	-0,4	-0,1	-0,4	-0,5	-0,1	-0,3	-0,3	-0,6	-0,6	-0,7
Vähemmistöosuudet	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettotulos	0,1	0,7	0,6	1,3	0,2	1,0	1,2	2,0	2,2	2,4
EPS (oikaistu)	0,09	0,13	0,11	0,24	0,10	0,12	0,22	0,24	0,26	0,28
EPS (raportoitu)	0,02	0,08	0,07	0,14	0,02	0,09	0,10	0,17	0,19	0,21

Tunnusluvut	2019	H1'20	H2'20	2020	H1'21e	H2'21e	2021e	2022e	2023e	2024e
Liikevaihdon kasvu-%	12,7 %	28,2 %	34,1 %	31,1 %	16,0 %	22,0 %	19,1 %	8,0 %	7,0 %	6,0 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	-25,6 %	92,5 %	113,0 %	102,8 %	0,8 %	13,4 %	7,4 %	9,0 %	8,3 %	6,8 %
Käyttökate-%	13,0 %	18,0 %	19,0 %	18,5 %	8,8 %	17,7 %	13,5 %	16,8 %	17,1 %	17,2 %
Oikaistu liikevoitto-%	11,4 %	17,1 %	18,1 %	17,6 %	14,9 %	16,8 %	15,9 %	16,0 %	16,2 %	16,3 %
Nettotulos-%	1,0 %	8,3 %	6,6 %	7,4 %	1,8 %	9,2 %	5,7 %	8,8 %	9,2 %	9,5 %

Lähde: Inderes

Tase

Vastaavaa	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Pysyvät vastaavat	8,6	7,6	7,0	6,4	5,6
Liikearvo	0,7	0,6	0,6	0,6	0,6
Aineettomat hyödykkeet	7,7	6,9	6,2	5,3	4,3
Käyttöomaisuus	0,2	0,2	0,3	0,5	0,8
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut sijoitukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Laskennalliset verosaamiset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Vaihtuvat vastaavat	3,3	4,5	10,3	12,3	14,4
Vaihto-omaisuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut lyhytaikaiset varat	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3
Myyntisaamiset	2,4	2,9	3,4	3,7	4,0
Likvidit varat	0,7	1,3	6,6	8,3	10,1
Taseen loppusumma	11,9	12,1	17,3	18,6	20,0

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Oma pääoma	3,3	5,1	13,9	15,0	16,3
Osakepääoma	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Kertyneet voittovarot	0,7	1,6	2,3	3,5	4,8
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muu oma pääoma	2,6	3,5	11,5	11,5	11,5
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pitkäaikaiset velat	4,9	3,2	0,0	0,0	0,0
Laskennalliset verovelat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lainat rahoituslaitoksilta	4,9	3,2	0,0	0,0	0,0
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lyhytaikaiset velat	3,6	3,8	3,5	3,6	3,7
Lainat rahoituslaitoksilta	0,6	0,9	0,0	0,0	0,0
Lyhytaikaiset korottomat velat	0,8	0,8	1,5	1,6	1,7
Muut lyhytaikaiset velat	2,2	2,1	2,0	2,0	2,0
Taseen loppusumma	11,9	12,1	17,3	18,6	20,0

Arvonmääritys 1/4

Tulokertoimet toimivat hyvin

Mielestämme Netumin arvonmääritystä onärkevintä lähestyä tulos pohjaisten kertomien kautta. Netumin yhtiö- ja sijoitusprofiili huomioiden pidämme liikearvon poistot sekä vahvan taseaseman huomioivaa EV/EBITA-kerrointa (ts. oikaistu EV/EBIT) käyttökelpoisimpana mittarina. Myös oikaistu nettotulospohjainen P/E-luku on Netumin kaltaiselle toimijalle sopiva kerroin, vaikka tällä hetkellä yhtiön iso nettokassa kertomien käyttö- ja vertailukelpoisuutta heikentääkin. Mielestämme liikevaihtopohjainen EV/S-kerroin toimii puolestaan hyvänä hygieniatestinä ja eräänlaisena kuumemittarina osakkeeseen ladattujen kasvu- ja kannattavuusodotusten tarkastelulle. Absoluuttisina kertomina olemme hyödyntäneet yhtiölle määrittelemiämme hyväksyttäviä tulokertoimia, jotka pohjautuvat näkemyksemme nykyisestä kasvu-, kannattavuus- ja riskiprofiilista. Olemme luonnollisesti hyödyntäneet myös hyvän verrokkiryhmän tarjoamaa viitekehystä. Tarkastelemme yhtiön arvoa kahden ensimmäisen ennustevuoden kautta.

Arvostuksessa huomioitavat tekijät

Mielestämme seuraavat tekijät vaikuttavat Netumin arvostukseen:

- Kulutehokkaan toimintatavan** myötä yhtiön kannattavuustaso on noussut toimialaan suhteutettuna erinomaiselle tasolle. Korkea kulutehokkuus ja hyvä peruskannattavuus sekä tuovat yhtiölle liikkumatilaa kasvustrategian

vaatimien investointien toteuttamiselle että parantavat omaa hintakilpailukykyä.

- Yhtiön kannattavan kasvun historia** on mielestämme hyvä, mikä vahvistaa luottamustamme oman kilpailu- ja uudistumiskyvyn pitävyyteen liittyen.
- Orgaaniset kasvunäkymät** ovat houkuttelevia ja julkishallinnon pitkät puitesopimukset pienentävät lyhyen aikavälin tuloskehitykseen liittyvää epävarmuutta. Pienenä yhtiönä Netumin absoluuttinen rekryointitarve ei ole massiivinen, mikä yhdessä laajan palvelutarjoaman kanssa tukee kasvumahdollisuuksien realisoimista.
- Tukeva taseasema ja hyvä kassavirtaprofiili** mahdollistavat epäorgaaniset kasvuliikkeet ja tasaisesti kasvavan osingon.
- Pieni koko** voi kuitenkin poissulkea yhtiöltä joitain kasvumahdollisuuksia ja vaikeuttaa hyvien osaajien löytämistä, mikä osaltaan nostaa kokonaisriskitasoa.
- Asiakasjakauma on keskittynyt** ja yhtiön onnistumiset yksityiseltä sektorilta ovat toistaiseksi vähäiset.
- Omistajarakenne ja rajallinen vapaasti vaihdettavien osakkeiden määrä** rajaavat tietynlaisten sijoittajien kiinnostusta ja mahdollisesti ohueksi jäävän kaupankäynti-likviditeetin taksia olemme soveltaneet arvonmäärityksessämme pientä likviditeettipreemiota.

Arvostustaso	2021e	2022e	2023e
Osakekurssi	4,45	4,45	4,45
Osakemäärä, milj. kpl	11,5	11,5	11,5
Markkina-arvo	51	51	51
Yritysarvo (EV)	45	43	41
P/E (oik.)	20,2	18,4	17,0
P/E	43,3	25,9	23,2
P/Kassavirta	5,2	20,1	18,1
P/S	2,5	2,3	2,1
EV/Liikevaihto	2,1	1,9	1,7
EV/EBITDA (oik.)	15,9	11,4	10,0
EV/EBIT (oik.)	13,5	11,9	10,5
Osinko/tulos (%)	68,1 %	46,5 %	46,8 %
Osinkotuotto-%	1,6 %	1,8 %	2,0 %

Lähde: Inderes

Arvostuksen yhteenveto (per osake)

EV/EBIT (keskipiste)	3,6
P/E (keskipiste)	3,0
Staattinen haarukka (yläraja)	4,3
Staattinen haarukka (alaraja)	3,8
DCF	4,1
Verrokkit (-15 %) EV/EBIT	4,4
Verrokkit (-10 %) P/E	3,3
Markkinahinta	4,5

Lähde: Inderes

Arvonmääritys 2/4

Näiden tekijöiden pohjalta Netumille hyväksyttävä ja normaalien olosuhteiden arvostus voisi mielestämme oikaistulla EV/EBIT-kertoimella tarkoittaa noin 9x-12x hahloa ja vastaavasti P/E-luvulla katsottuna noin 12x-15x. Näiden tasojen keskipisteet vastaavat karkeasti Helsingin pörssin historiallisten mediaanien vastaavia kohtia. Lähtökohtaisesti emme kuitenkaan tarkastele Netumin arvostusta suhteessa pörssin yleiseen hintatasoon.

Yhtiölle arvioimamme hyväksyttävät kertoimet eivät ole lukittuja. Mikäli kasvustrategian toteuttaminen etenee suunnitelmien mukaisesti (ml. kannattavuustavoite) ja odotuksiamme paremmin, on hyväksymässämme kerroinhaarukassa luontaista nousuvaraa. Toisaalta sama logiikka pätee myös toiseen suuntaan, mitä peilaten oman tuloksetekokyvyn heikkeneminen ja / tai strategiassa epäonnistuminen johtaisi myös hyväksyttävän arvostustason laskuun.

Arvostus hieman liian korkea

Ennusteillamme Netumin oikaistut EV/EBIT-kertoimet vuosille 2021 ja 2022 ovat 14x ja 12x, kun taas vastaavat ja ison nettokassan mukaan lukevat P/E-luvut ovat 20x ja 18x. Näin ollen tuloksetkoimet painottuvat yhtiölle arvioimamme kerroinhaarukan yläpuolelle, eikä osakkeen arvostusta voida mielestämme pitää erityisen houkuttelevana. Netumin tämänhetkistä operatiivisen tekemisen tasoa, liiketoiminnan kohtuullisen hyvää näkyvyyttä sekä terveitä

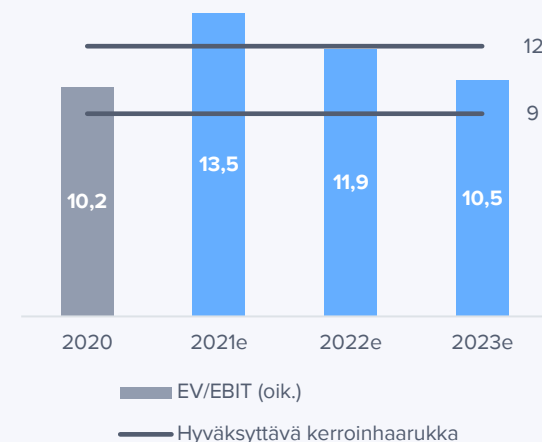
pidemmän aikavälin tuloskasvumahdollisuuksia mukaillen EV-pohjaiset kertoimet voisivat mielestämme perustellusti vakiintua hyväksymämme kerroinhaarukan puolivälin tienoille. Tätä mukaillen näemme absoluuttisissa tuloskertoimissa pientä laskupainetta.

Liikevaihtopohjainen EV/S-kerroin asettuu puolestaan 2,1x tasolle. Mielestämme tätä voidaan pitää vielä jokseenkin siedettävänä, kun se suhteutetaan Netumin korkean peruskannattavuuden ja oivien kasvunäkymien yhtälöön.

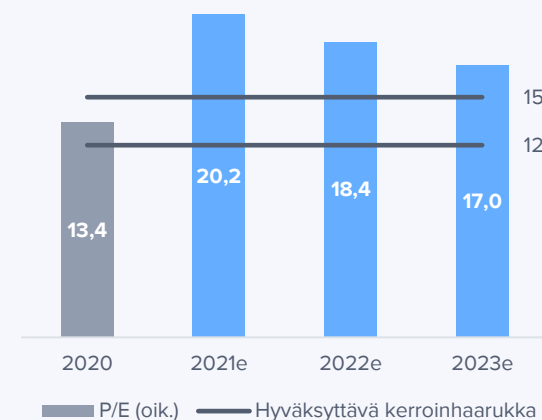
Verrokeista saadaan hyvä viitekehys

Pelkästään Helsingin pörssiin listattujen IT-palveluyhtiöiden lukumäärä on runsas, joten Netumille voidaan kerätä hyvä vertailuryhmä arvostustason suhteellista tarkastelua varten. Mielestämme verrokkiryhmästä on hyvä tiedostaa se, että siinä mukana olevat yhtiöt ovat pääosin Netumia suurempia toimijoita. Lisäksi myöskään yhtiöiden kannattavuusprofiilit, liiketoimintojen rakenteet (esim. tuoteliiiketoimintojen osuudet tai strategiset asemoitumiset) ja riskitasot eivät ole keskenään yhteismitallisia. Osa Netumille relevanteista verrokeista on myös listaamattomia yhtiöitä (mm. Solita), mistä johtuen kaikkia kilpailijoita ei ole mahdollista sisällyttää vertailuun. Vaikka nämä tekijät hieman häiritsevätkin vertailuryhmän käyttökelpoisuutta, pidämme suhteellista arvonmääritystä silti kokonaisuuden hahmottamiseen hyvin sopivana työkaluna.

EV/EBIT (oik.)



P/E (oik.)



Arvonmääritys 3/4

Yleisesti ottaen IT-palveluyhtiöiden arvostustasot ovat nousseet viimeisen parin vuoden aikana varsin selvästi. Arviomme mukaan tämän taustalla on ollut sekä yleisesti kohentunut osakemarkkinasentimentti että IT-palveluyhtiöiden parantuneet operatiiviset fundamentit. Lisäksi uskomme, että IT-palveluyhtiöiden perusliiketoimintaa ja sen roolia (ts. siirtymä pelkästä projektitoimittajasta strategiseksi kumppaniksi) asiakkaan arvонуonnissa on ryhdytty ymmärtämään aikaisempaa paremmin.

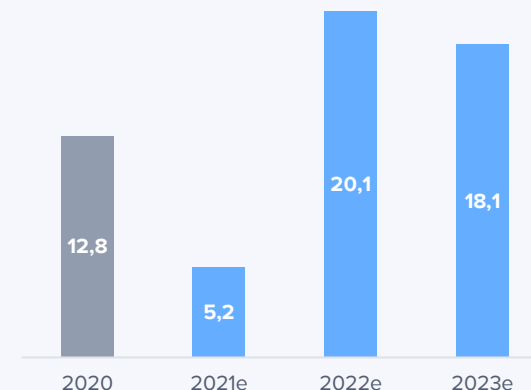
Vertailuryhmään nähden Netumin tulospohjainen (EV/EBIT) alennus on noin 15 %. Mielestämme tämän kokoluokan suhteellinen alennus on oikeanlainen, vaikka Netumin oma tehokkuustaso onkin oiva ja kannattavuus keskimääraistä verrokkia korkeampi. Pientä kokoa mukaillen Netum pitää mielestämme kuitenkin toistaiseksi hinnoitella vertailuryhmän alapuolelle. Näkemystämme suhteellisesta alennuksesta tukee myös se, ettei vertailuryhmä itsessään ole nykyisellään tavattoman halpa. Tätä kokonaisuutta mukaillen emme näe suhteellisessa arvostuksessa oleellisia muutospaineita suuntaan tai toiseen. Pidemmällä aikavälillä Netum voidaan mielestämme hinnoitella vähintään samalle viivalle verrokkien kanssa, kunhan vain kannattavan kasvun johdonmukaisessa toimittamisessa onnistutaan.

Kassavirtapohjainen arvonmääritys

Annamme arvonmäärityksessämme painoarvoa myös kassavirtapohjaiselle mallille (DCF) huolimatta siitä, että se on varsin herkkä terminaalijakson muuttujille. Olemme kuitenkin käyttäneet DCF-mallimme terminaalijakson muuttujissa varsin konservatiivista näkemystä. Näin ollen malli tarjoaa mielestämme riittävän relevantin lisän muille käyttämillemme menetelmille ja pidemmän aikavälin tuottopotentialin tarkastelulle. DCF-mallimme mukainen osakekannan arvo on noin 48 MEUR ja osakekohtainen arvo noin 4,1 euroa. Tämä on linjassa muiden käyttämiemme menetelmien indikoimasta potentiaalista ja antaa mielestämme melko hyvän kuvan myös yhtiön nykyrakenteen mukaisesta käyvästä arvosta.

Ennustemallissamme yhtiön liikevaihdon kasvu tasaantuu pitkällä aikavälillä 2-4 %:iin ja liikearvon poistoista oikaistu liikevoittomarginaali asettuu 14-15 %:iin. Yhtiön viime vuosien tekemiseen linjattuna nämä tasot ovat alakanttiin asetettuja, eikä mallin mukainen suorittaminen siten edellytä yhtiöltä suorituskyvyn parantamista. Mallissamme terminaalijakson painoarvo kassavirroista on hyvinkin järkevällä 47 % tasolla. Tämä konkretisoi väitteemme mallissa käytettyjen parametrien konservatiivisuudesta. Käyttämämme pääoman kustannus on (WACC) on 8,6 % ja oman pääoman kustannus 9,3 %. Riskittömänä korkona olemme soveltaneet 2 %, markkinan riskipreemiona 4,75 % ja likviditeettipreemiona vastaavasti 1,6 %.

P/Kassavirta



Suhteellinen arvonmääritys

	2021e	2022e
Oikaistu EBIT (MEUR)	3,3	3,6
EV/EBIT (verrokki -15 %)	13	11
Yritysarvo (MEUR)	46	42
Nettovelka	-6,6	-6,6
Osakekannan arvo (MEUR)	53	48
Keskiarvo (MEUR)	50	
	2021e	2022e
Oikaistu nettotulos (MEUR)	2,5	2,8
P/E (verrokki -15 %)	16	13
Osakekannan arvo (MEUR)	41	35
Keskiarvo (MEUR)	38	

Arvonmääritys 4/4

Käyvän arvon haarukointi

Mielestämme Netumin kaltaiselle yhtiölle kestävää tulostasoa ja käypää arvoa voidaan lähestyä myös tämänhetkisen henkilöstömäärän, tuottavuuden ja kulurakenteen kautta. Tällä hetkellä Netumilla on hieman yli 160 työntekijää. Mikäli yhtiö keskittyisi pelkästään näiden osaajien laskutusasteiden optimointiin, olisi työntekijäkohtainen liikevaihto nykyisellä liiketoiminnan rakenteella arviomme mukaan mahdollista pitää kestävästi noin 135-145 TEUR:n tasolla. Näin ollen pelkästään nykyisillä resursseilla yhtiön olisi mahdollista yltää noin 22-24 MEUR:n liikevaihtoon. Kulurakenteen perspektiivistä täysi keskittyminen nykyisten osaajien tulopotentialiin optimointiin puolestaan tarkoittaisi sitä, ettei kasvun edellyttämiä etupainotteisia rekrytointia toteutettaisi. Tällaisessa maailmassa Netumilla olisikin arviomme mukaan edellytyksiä tehdä kestävästi 17 % EBITA-marginaalia, mikä vastaisi arvioimallamme liikevaihtokuormalla noin 3,7-4,0 MEUR:n absoluuttista EBITA:a. Tätä tulostasoa, 10x-11x oikaistua EV/EBIT-kerrointa sekä vuoden 2021 lopun ennusteidemme mukaista reilun 6 MEUR:n nettokassaa soveltamalla yhtiön käyvän arvon haarukaksi voidaan mielestämme kohtuullisin varmuusvaroin arvioida 43-50 MEUR. Markkinahinta on tämän haarukan yläpuolella, mikä vahvistaa näkemystämme hieman liian korkealle asettuvasta arvostuksesta.

Korostamme, että tämän juoksutuksen mukainen käyvän arvon haarukka on staattinen, eikä se itsessään ota huomioon yhtiön kasvustrategian

orgaanista etenemistä. Täten pidemmällä aikavälillä uskomme käyvän arvon haarukan nousevan yhtiön tekemien rekrytointien, strategiaan kuuluvien yritysostojen ja näiden kautta laajentuvan tulospohjan mukana. Nykyinen näkemyksemme käyvästä arvosta ei kuitenkaan pidä sisällään yritysostoja, vaan sijoittajat saavat nämä mahdollisuudet ikään kuin kaupan päälle. Pitkällä aikavälillä luonnollisesti myös hyväksyttävän arvostustason kohoaminen on käyvän arvon nousulle konkreettinen ajuri.

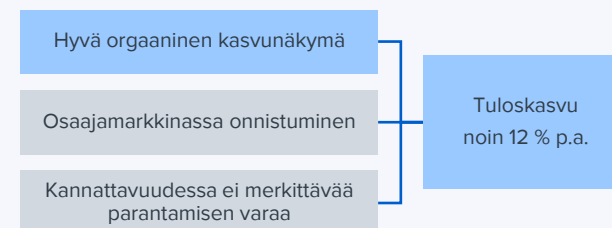
Osakkeen tuotto-odotus ei ole riittävä

Eri arvostusmenetelmien muodostamaa kokonaisuutta heijastellen markkinahinta asettuu lähelle arvioimamme käyvän arvon haarukan ylälaitaa. Näin ollen osakkeen arvostus on kokonaisuudessaan hieman liian vaativa, eikä odottamastamme tuloskasvusta, pienestä osingosta ja kertoimien laskuvarasta muodostuva vuotuinen tuotto-odotus nouse oman pääoman tuottovaateen yläpuolelle. Tämä tekee myös osakkeen tuotto/riski-suhteesta heikon, vaikka keskipitkällä ja pitkällä aikavälillä se saakin konkreettista tukea vahvan taseen sisältämistä yritysjärjestelyvaroista. Aloitamme Netumin seurannan vähennä-suosituksella ja 4,20 euron tavoitehinnalla.

Osaketuoton ajurit 2021-2023

■ Positiivinen ■ Neutraali ■ Negatiivinen

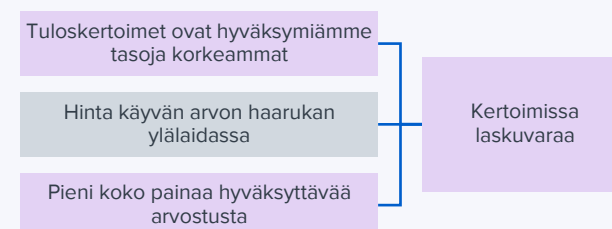
Tulostuoton ajurit



Osinkotuoton ajurit



Arvostuskertoimien ajurit



Osakkeen kokonaistuotto-odotus noin 2-6 % p.a.

Kassavirtamalli

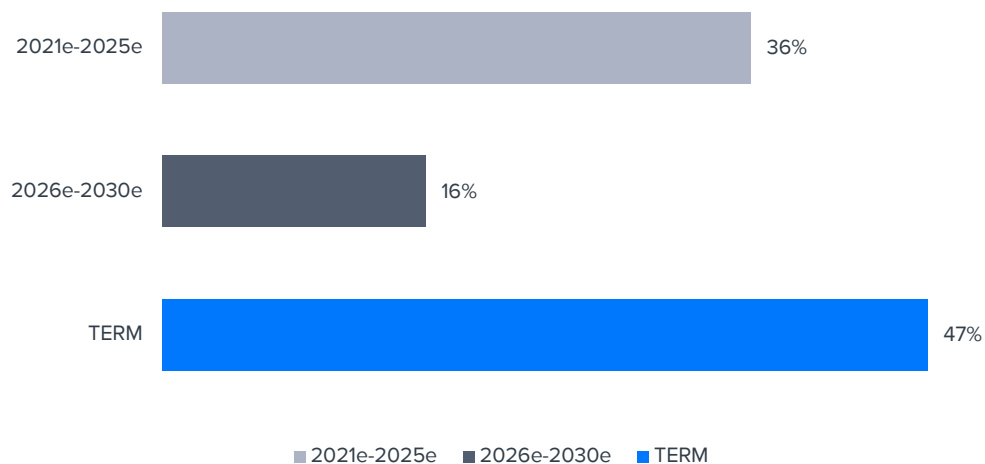
DCF-laskelma	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	TERM
Liikevoitto	2,0	1,6	2,6	2,9	3,2	3,3	3,5	3,6	3,7	3,8	3,9	
+ Kokonaispoistot	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	0,3	0,2	0,2	0,2	
- Maksetut verot	0,0	-0,3	-0,6	-0,6	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7	-0,8	-0,8	
- verot rahoituskuluista	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
+ verot rahoitustuotoista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Käyttöpääoman muutos	-0,7	0,0	-0,2	-0,2	-0,1	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	
Operatiivinen kassavirta	2,5	2,4	3,1	3,3	3,6	3,6	3,8	3,0	3,1	3,1	3,2	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	-0,3	-0,6	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-0,4	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	
Vapaa operatiivinen kassavirta	2,2	1,8	2,6	2,8	3,1	3,1	3,5	2,8	2,9	2,9	3,0	
+/- Muut	0,0	8,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	2,2	9,8	2,6	2,8	3,1	3,1	3,5	2,8	2,9	2,9	3,0	52,6
Diskontattu vapaa kassavirta		9,4	2,2	2,3	2,3	2,1	2,2	1,6	1,6	1,4	1,4	23,8
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		50,4	41,0	38,8	36,5	34,2	32,0	29,9	28,2	26,6	25,2	23,8
Velaton arvo DCF		50,4										
- Korolliset velat		-4,1										
+ Rahavarat		1,3										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		0,0										
Oman pääoman arvo DCF		47,6										
Oman pääoman arvo DCF per osake		4,1										

Rahavirran jakauma jaksoittain

Pääoman kustannus (wacc)

Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	10,0 %
Vieraan pääoman kustannus	3,0 %
Yrityksen Beta	1,20
Markkinoiden riski-preemio	4,75 %
Likviditeettipreemio	1,60 %
Riskitön korko	2,0 %
Oman pääoman kustannus	9,3 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	8,6 %

Lähde: Inderes



Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Osakekurssi	Markkina-arvo MEUR	Yritysarvo MEUR	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
				2021e	2022e	2021e	2022e	2021e	2022e	2021e	2022e	2021e	2022e	2021e
Solteq*	5,46	107	134	13,7	10,6	8,6	7,1	1,8	1,5	17,7	13,9	1,8	2,8	3,5
Innofactor*	1,73	65	73	8,1	8,9	5,8	6,2	0,9	0,8	16,6	12,0	2,4	2,9	2,3
Digia*	7,56	205	216	15,3	13,5	10,4	9,4	1,5	1,3	15,1	14,1	2,2	2,6	3,0
TietoEVRY*	26,30	3103	3932	10,7	11,2	7,2	7,3	1,4	1,3	11,2	10,2	5,1	5,3	1,8
Vincit*	10,05	123	114	16,3	12,9	12,3	10,0	1,9	1,6	18,1	15,6	2,0	2,2	4,5
Siili*	16,04	111	99	17,0	13,5	10,4	8,9	1,3	1,1	14,8	13,3	2,1	2,5	4,2
Gofore*	18,55	287	281	21,3	17,8	15,5	13,5	2,6	2,3	22,7	20,5	1,6	1,9	6,3
Nixu*	8,98	67	69	57,7	26,1	21,1	15,0	1,3	1,1	76,3	33,1			4,6
Bilot*	7,40	37	28	18,9	14,4	11,0	9,2	1,0	0,9	19,3	17,1	1,1	1,4	1,8
Knowit	304,00	593	581	17,7	15,6	12,7	11,9	1,6	1,4	22,8	20,6	2,3	2,4	3,6
Enea	223,50	473	508	23,1	16,9	15,7	12,2	5,8	4,8	24,1	19,1			2,7
Bouwer	648,00	654	619	19,9	18,0	16,3	14,8	2,4	2,2	26,8	24,4	3,5	3,7	13,6
Netum (Inderes)	4,45	51	45	13,5	11,9	15,9	11,4	2,1	1,9	20,2	18,4	1,6	1,8	3,7
Keskiarvo				20,0	14,9	12,2	10,5	1,9	1,7	23,8	17,8	2,4	2,8	4,3
Mediaani kaikki				17,3	14,0	11,7	9,7	1,5	1,4	18,7	16,4	2,2	2,6	3,6
Erotus-% vrt. mediaani kaikki				-23 %	-15 %	36 %	17 %	41 %	38 %	8 %	13 %	-27 %	-29 %	3 %
Mediaani suomalaiset				16,3	13,5	10,4	9,2	1,4	1,3	17,7	14,1	2,1	2,6	3,5
Erotus-% vrt. mediaani suomalaiset				-18 %	-12 %	52 %	23 %	58 %	49 %	14 %	30 %	-23 %	-29 %	5 %

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

Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

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

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

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

Inderes antaa seuraamilleen osakkeille tavoitehinnan. Inderesin käyttämä suositusmetodologia perustuu osakkeen 12 kuukauden kokonaistuotto-odotukseen (sis. kurssinousu ja osingot) ja huomioi Inderesin näkemyksen tuotto-odotukseen liittyvästä riskistä. Suosituspolitiikka on neliportainen suosituksin myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään 2-4 kertaa vuodessa yhtiöiden osavuositarkastusten 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 jakaamaan suhteessa osakkeen 12 kuukauden riskikorjattuun kokonaistuotto-odotukseen.

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

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

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

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

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

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

Suositus historia (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
3.6.2021	Vähennä	4,20 €	4,45 €

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

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

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

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

Inderes Oy

Itämerentori 2
00180 Helsinki
+358 10 219 4690

Palkittua analyysia osoitteessa inderes.fi



**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



Petri Kajaani
2017, 2019, 2020



Joni Grönqvist
2019, 2020



Erkki Vesola
2018, 2020



Petri Gostowski
2020



Atte Riikola
2020



Olli Koponen
2020

**Analyysi kuuluu
kaikille.**