

Siili Solutions

Seurannan aloitus

Inderes on tuottanut tämän raportin sijoittajien informatiiviseen käyttöön. Raportilla esitetyt tiedot perustuvat markkinoilla yleisesti käytettävissä oleviin tietoihin sekä yhtiön johdon kanssa käytyihin syventäviin haastatteluihin.

Inderes Osaketutkimus & Yrityspalvelut

Inderes on vuonna 2009 perustettu analyysiyhtiö, joka tarjoaa yrityksille ja rahoittajille työkalut taloudellisesti kannattavien päätösten tekoon. Yhtiö on kokonaan työntekijöidensä omistama.

Inderes Osaketutkimus on palkittu suomalainen pankkiiritoiminnasta riippumaton analytikkotiimi, joka tarjoaa syvällistä fundamenttianalyysiin pohjautuvaa tutkimusta Helsingin pörssissä (OMXH) listatuista yhtiöistä pääomamarkkinoiden tarpeisiin. Markkinoiden informaatiotarpeita palvelevan osaketutkimuksemme tavoitteena on tehdä Helsingin pörssistä parempi markkinapaikka niin sijoittajille kuin yhtiöille.

Inderes Yrityspalvelut palvelee kaikenkokoisia yrityksiä arvonmäärityksen, riskianalysien, rahoituksen suunnittelun ja yritystutkimuksen alueilla. Tutkimukset hyödyntävät jatkuvasti pörssiyrityksiä ja taloutta seuraavan analytikkotiimimme asiantuntemusta yrityksen arvonmäärityksessä sekä eri liiketoimintamallien ja toimialojen ymmärtämisessä.

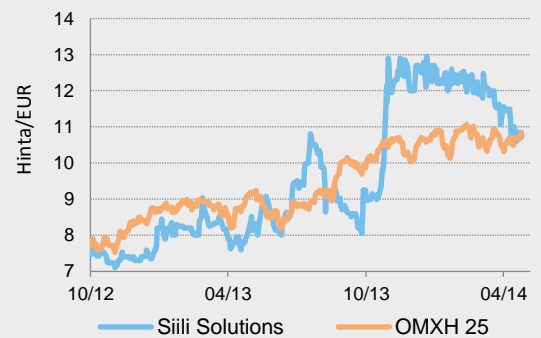
Siili Solutions Oyj

15.5.2014

Seurannan aloitus

- Siili on vuonna 2005 perustettu teknologiariippumaton ohjelmistojärjestelmien kehityspalveluita tarjoava yritys. Yhtiön toimintamalli perustuu lean-periaatteeseen ja ketterään ohjelmistokehitykseen, jossa asiakas maksaa ainoastaan Siilin asiantuntijoiden käytöstä eikä IT-hankkeita ei toimiteta suurina projekteina. Ketterällä toimintamallillaan yhtiö pyrkii syrjäyttämään etenkin suuria IT-palvelutaloja merkittävässä suomalaisissa organisaatioissa nousemalla asiakkaisa luotetun IT-neuvonantajan asemaan.
- Siili tarjoaa sijoittajalle hyvän yhdistelmän hallittua orgaanista sekä yritysostoin tapahtuvaa kannattavaa kasvua. Yhtiön tavoitteena on kasvaa orgaanisesti 20 %:n vuosivauhtia ylläpitäen yli 10 %:n EBITDA-tasoa. Yhtiön historialliset näytöt yritysostoista, kannattavuudesta ja kasvusta ovat hyvät. Asiantuntijoiden palkkamallin johdosta yhtiön kulurakenne on erittäin joustava ja kannattavuus vakaata yli syklin. Odotamme Siilin jatkavan lähivuosina markkinaa nopeampaa orgaanista kasvua ja EBITDA-%:n säilyvän 10 %:n tasolla.
- Ennusteillamme Siilin 2014 P/E on 9,8x ja EV/EBITDA 6,7x. Osake tarjoaa lähivuosina arviomme mukaan noin 5-6 % osinkotuottoa. Pidämme Siilin osaketta alihinnoiteltuna ja mielestämme pelkkä osakkeen arvostustason korjaantuminen oikealle tasolle tulee tarjoamaan selkeän nousupotentiaalin suhteellisen matalalla riskitasolla.

SUOSITUS OSTA



Kohdeyhtiö: Siili Solutions Oyj

Tavoitehintaa: 13,50 EUR
 Osakekurssi: 11,22 EUR
 Markkina-arvo: 20 MEUR
 Kaupankäyntitunnus: SIILI

www.siili.fi

Analyttikko

Mikael Rautanen
 mikael.rautanen@inderes.com
 +358 50 346 0321

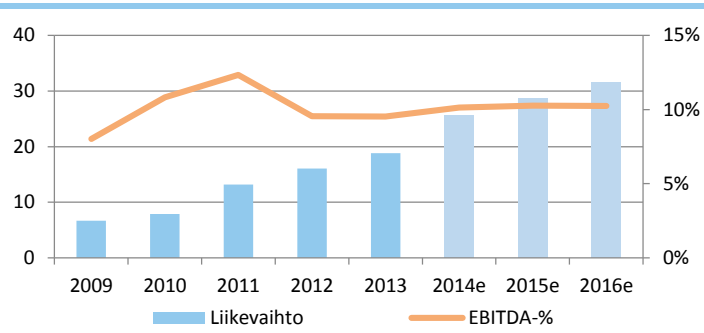
Suositusportaikko: Myy, Vähennä, Lisää, Osta

	Liikevaihto MEUR	Liikevoitto (EBIT) MEUR	Liikevoitto- marginaali %	Tulos ennen veroja MEUR	Tulos/osake EUR (oik.)	P/E (x)	EV/LV (x)	EV/EBITDA (x)	Osinko/osake EUR
2012	16	1.3	8.0%	1.1	0.62	12.3	0.7	6.4	0.33
2013	19	1.4	7.3%	1.4	0.81	15.7	1.2	10.9	0.41
2014e	26	2.0	7.6%	2.0	1.15	9.8	0.8	6.7	0.55
2015e	29	2.3	7.8%	2.3	1.30	8.7	0.7	5.5	0.67

Markkina-arvo, MEUR	20	Oma pääoma / osake 2014E, EUR	3.0	CAGR EPS 2013-16, %	19.8
Nettovelka 2014E, MEUR	-3	Price/book 2014E	3.7	CAGR Liikevaihto 2013-16, %	18.9
Yritysarvo, MEUR	17	Osinkotuotto 2014E, %	4.9	ROE 2014E, %	30.5

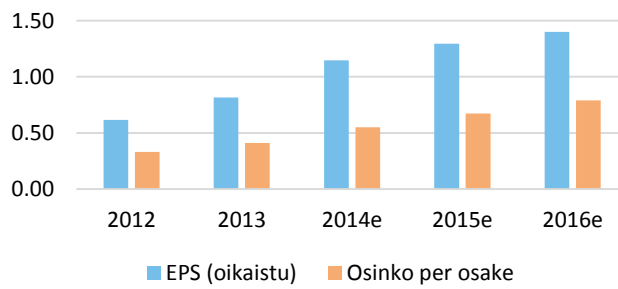
Suorituskyky

Liikevaihto ja EBITDA-% 2009-2016e



Lähde: Inderes

EPS ja osinko 2012-2016e



Lähde: Inderes

Sisällysluettelo

1. Yhteenveto	5
2. Yhtiökuvaus	7
2.1 Liiketoimintamalli.....	8
2.2 Osaamisalueet ja toimialat	9
3. Toimiala ja kilpailijat	10
3.1 IT-palvelumarkkina.....	10
3.2 Markkinan kasvunäkymät	11
3.3 Kilpailijat ja vertailuyhtiöt	12
4. Strategia ja kilpailuedut	14
4.1 Strategia.....	14
4.2 Kilpailuedut.....	15
4.3. Yrityssostot.....	17
5. Taloudellinen tilanne	21
5.1 Historiallinen kehitys.....	21
5.2 Tase ja rahoitusasema	22
6. Ennusteet ja arvostus	23
6.1 Ennusteet	23
6.2 Osakkeen arvostus	24
6.3 Arvostuksen asemointi ja vertailuryhmä	25
6.4 DCF-analyysi	27
Liitteet	28
Liite 1: Avainluvut ja arvostus	28
Liite 2: Tulosennuste	28
Liite 3: Tase	29
Liite 4: Omistajarakenne	29
Vastuuvapauslauseke	30

1. Yhteenveto

Aloitamme Siilin seurannan osta-suosituksella ja tavoitehinnalla 13,5 EUR

Pidämme osaketta väärin hinnoiteltuna ja sen tuottopotentiaalia houkuttelevana riskiin nähden

Siili haastaa toimintamallillaan IT-toimialan jättiläiset

Yhtiön asiantuntijoiden palkkaus on sidottu asiakaslaskutukseen, mikä tekee kulurakenteesta joustavan

Arviomme EBITDA:n liikkuvan 8-12 % välillä yli syklin

Siilin suurin vahvuus perustuu mielestämme yhtiön toimintamalliin

Yhtiön tavoitteet: 20 % orgaaninen kasvu ja yli 10 % EBITDA

Aloitamme Siili Solutionsin seurannan osta-suosituksella ja 13,50 euron tavoitehinnalla. Pidämme Siilin osaketta tällä hetkellä väärin hinnoiteltuna ja arviomme mukaan pelkkä Siilin tulospohjaisen arvostustason korjaantuminen oikealle tasolle tulee tarjoamaan osakkeelle selkeän nousupotentiaalin nykykurssiin nähden. Tämän lisäksi pidämme yhtiön pitkän aikavälin kasvutarinaa mielenkiintoisena, sillä yhtiön näytöt sen kyvystä kasvaa kannattavasti orgaanisesti ja yritysostoin ovat vahvat. Mielestämme osakkeessa on houkutteleva tuottopotentiaali matalalla riskitasolla, sillä Siilin toimintamallin mahdollistaman joustavan kulurakenteen takia yhtiön tuloksen heilunta tulee olemaan melko pientä yli talouden syklien.

Siili on pieni teknologiariippumaton IT-palveluyhtiö, joka pyrkii ketterällä toimintamallillaan haastamaan toimialansa jättiläiset. Yhtiön toimintamalli perustuu lean-periaatteeseen ja ketterään ohjelmistokehitykseen, jossa asiakas maksaa ainoastaan Siilin asiantuntijoiden käytöstä eikä IT-hankkeita ei toimiteta suurina projekteina. Yhtiön liiketoiminta on siten projektitoimitusten sijaan voimakkaammin asiantuntijaresurssien myyntiä. Teknologiariippumattomuuden johdosta yhtiö uskoo pystyvänsä toimittamaan aina asiakkaan tarpeeseen parhaiten soveltuvan teknologiaratkaisun.

Siilin toimintamallin keskeinen ero alan tyyppilliseen käytäntöön on myös Siilin asiantuntijoiden palkkamalli. Yhtiön konsultit saavat peruspalkkana ainoastaan minimipalkkaa, mutta heille maksetaan osuus omasta asiakaslaskutuksesta. Palkkamalli on työntekijöille kannustava ja sen ansiosta Siilin konsultit pääsevät alan keskimääräistä korkeampiin ansiotasoihin, mikä houkuttelee alan parhaita osaajia Siilin työntekijöiksi. Palkkamallin johdosta Siilin kulurakenne on hyvin joustava. Tämä tekee yhtiön tuloksesta vakaan ja ennustettavan, mutta se myös rajoittaa yhtiön kannattavuuspotentiaalia. Arviomme mukaan Siilin EBITDA-% liikkuu syklin yli 8-12 % välillä. Kannattavuus ei voi nousta hyvässä suhdanteessa kovin paljoo yli 12 %:n palkkajoustopäälle, mutta vastaavasti alle 8 %:n EBITDA-% vaatisi erittäin heikkoa kysyntää.

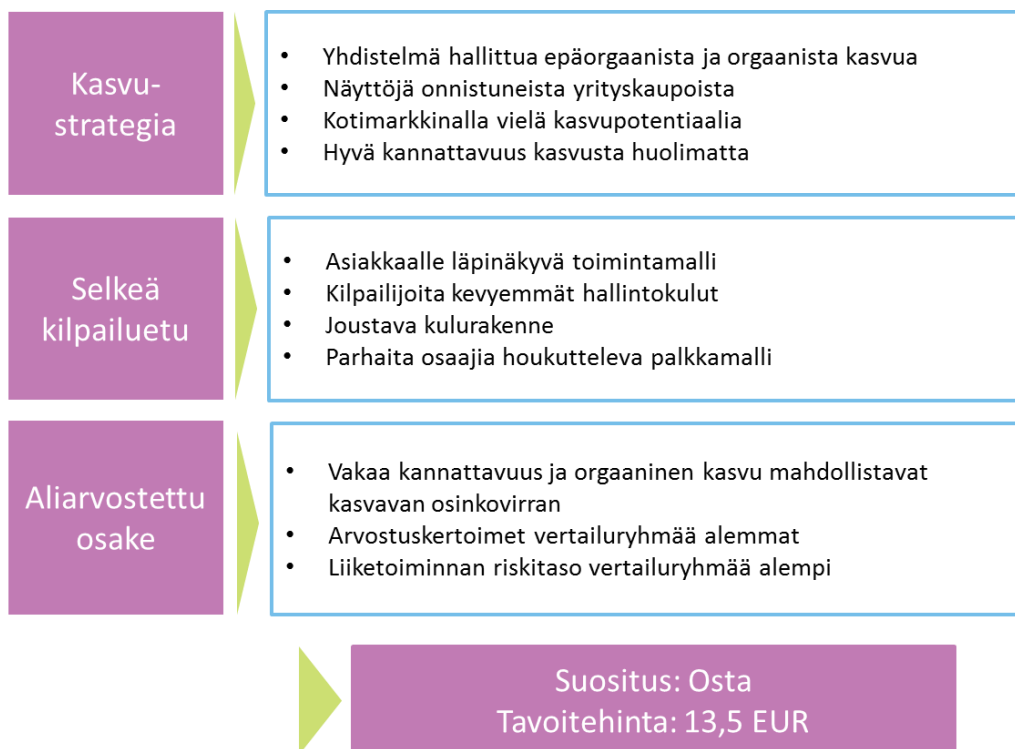
Toimintamallillaan Siili on markkinahäirikö, joka sekoittaa toimialan vanhoja käytäntöjä ja pyrkii muuttamaan organisaatioiden tapaa hankkia IT-palveluita. Mielestämme toimintamalli onnistuu yhdistämään pienen yrittäjävetoisen konsulttiliiketoiminnan (kevyt organisaatio ja yrittäjähenki) sekä suuremman yrityksen (toimituskyvykkyys) parhaita puolia. Kevyt organisaatorakenne näkyy siinä, että yhtiön liiketoiminnan muut kulut ovat kolmanneksen alemmat suhteessa liikevaihtoon kuin toimialalla tyyppillisesti. Siilin suurin vahvuus ja kilpailuetu perustuvatkin mielestämme itse yhtiön toimintamalliin. Yhtiön toimintamalli on kuitenkin kopioitavissa ja vahvan kilpailuedun saavuttaminen on Siilin alalla vaikeaa. Toimialan dynamiikan muutokset ovat kuitenkin hitaita, minkä johdosta Siilillä on mielestämme hyvät edellytykset jatkaa markkinaa nopeampaa kasvua vielä useita vuosia.

Siilin tavoitteena on kasvaa orgaanisesti 20 %:n vauhtia ja ylläpitää yli 10 %:n EBITDA-%:ia. Lisäksi yhtiö vauhdittaa kasvua yritysostoin. Arviomme yhtiön 2014 liikevaihdon kasvavan 36 prosenttia 25,6 miljoonaan euroon ja

käyttökatteen olevan 10,1 %. Kasvua vauhdittavat Comvise- ja Codebakers-yrityskaupat, jotka näyttävät tässä vaiheessa hyvin onnistuneilta. Vuoden 2014 jälkeen odotamme yhtiön jatkavan markkinakasvua nopeampaa noin 10 %:n orgaanista kasvua ja EBITDA-%:n säilyvän 10 %:n tuntumassa. Yhtiön päämarkkina-alueena on Suomi, missä yhtiö uskoo sillä olevan vielä merkittävää kasvuvaraa. Pidämme mahdollisena, että yhtiö laajenee uusiin maihin yritysostoilla lähivuosina.

Pelkkä arvostustason normalisoituminen tarjoaa osakkeeseen 15-35 % nousupotentiaalin

Ennusteissamme Siilin liikearvopoistoista oikaistu P/E on kuluvalle vuodelle 9,8x ja EV/EBITDA-luku 6,7x. Vertailuryhmän vastaavat kertoimet ovat 13x ja 7,6x. Yhtiön vahva tase ja vakaa rahavirta mahdollistavat hyvän osinkovirran ja lähivuosien osinkotuotot ovat ennusteissamme 5-6 %:n tasolla. Huomioiden Siilin kasvunopeus ja liiketoimintamallin pieni riskitaso, mielestämme osaketta tulisi hinnoitella vähintään noin 11-13x tasolla olevilla P/E-luvuilla. Siten pelkkä arvostuskertoimien ”normalisoituminen” yhtiön oikeaa hinnoittelua vastaavalle tasolle tarkoittaisi 15-35 % nousupotentiaalia nykykurssille. Tavoitehintamme vastaa 11,8x P/E -lukua 2014 ennusteestamme laskettuna. Sijoittajan on kuitenkin syytä tiedostaa yhtiön osakkeen heikko likviditeetti.



2. Yhtiökuvaus

Siili on teknologiariippumaton ohjelmistojen kehityspalveluita tarjoava yritys

Yhtiön päämarkkina on Suomi ja kohderyhmänä 500 suurinta yritystä sekä valtion- ja kunnallishallinto

Siili on kasvanut kannattavasti perustamisesta lähtien

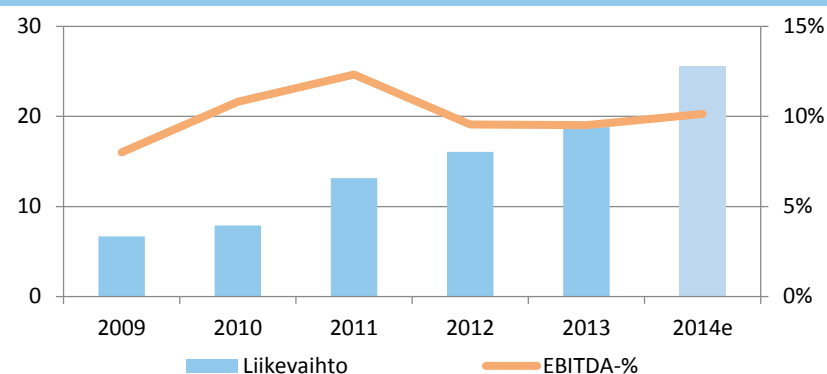
Kasvua on vauhditettu yritysstoin

Siili on vuonna 2005 perustettu teknologiariippumaton ohjelmistojärjestelmien kehityspalveluita tarjoava yritys, joka tuottaa koko tietojärjestelmän kattavia IT-asiantuntijapalveluita. Yhtiön palvelemat asiakassektorit ovat julkishallinto, finanssi, media ja tietoliikenne sekä teollisuus ja palvelut. Tarjottavat palvelualueet on jaoteltu teknologia-alustoihin, digitaalisiin palveluihin, informaationhallintaan sekä arkkitehtuuriin ja lean-projektiohjaukseen.

Päämarkkina-alueena Siilillä on tällä hetkellä Suomi ja ensisijaisina asiakkaina ovat Suomen 500 suurinta yritystä sekä valtion- ja kunnallishallinto. Ketterällä toimintamallillaan yritys pyrkii syrjäyttämään etenkin suuria IT-palvelutaloja suurissa asiakasorganisaatioissa nousemalla asiakkaissa luotetun IT-neuvonantajan asemaan. Siili listautui Helsingin pörssin First North -listalle lokakuussa 2012. Yhtiö työllistää tällä hetkellä yli 200 osajaa.

Siili on kasvanut kannattavasti perustamisestaan lähtien. Vuodesta 2009 yritys on kasvanut keskimäärin noin 30 % vuodessa ja käyttökate on ollut keskimäärin 10,6 %. Kasvua ovat vauhdittaneet yritysostot, mutta myös orgaaninen kasvu on ollut vahvaa. Siili tavoittelee selvästi markkinakasvua nopeampaa 20 %:n orgaanista kasvua pitkällä aikavälillä. Liikevaihto vuonna 2013 oli 18,8 miljoonaa euroa ja käyttökate 1,8 miljoonaa euroa. Kuluvalle vuodelle Siili ohjeistaa vähintään 25 miljoonan euron liikevaihtoa ja yli 2,5 miljoonan euron käyttökateä.

Historiallinen kehitys ja tulosohjeistus 2014



Lähde: Siili Solutions

Siilin missio on tuoda kilpailukykyä asiakkaan liiketoimintaan ketterän tietojärjestelmäkehityksen avulla

Siilin missio on tuoda kilpailukykyä asiakkaan liiketoimintaan ketterän tietojärjestelmäkehityksen avulla. Yhtiö pyrkii nousemaan asiakkuuksissaan luotetun neuvonantajan asemaan, jonka tehtävänä on auttaa asiakkaitaan määrittelemään, kehittämään ja käyttöönottamaan tarpeisiinsa parhaimman ja tietojärjestelmänsä sopivimman ohjelmistoteknisen ratkaisun joustavasti, tehokkaasti ja teknologiariippumattomasti. Siili pyrkii muuttamaan asiakkaidensa tapaa ostaa IT-palveluita tekemällä tarkasti harkiten vain sitä, mitä asiakas aidosti tarvitsee. Yhtiön asiantuntijoiden palkkamalli perustuu myös tämän filosofian mukaisesti asiakkaalle tuotettuun arvoon.

Yhtiön visiona 2015 on olla markkinansa nopeimmin kasvava teknologiariippumaton ohjelmistointegraattori

Vuoden 2015 visiona Siilillä on olla markkinansa nopeimmin kasvava, riippumaton ohjelmistointegraattori ja tiedonhallintapalvelujen tuottaja, asiakkaidensa luotettu neuvonantaja. Yhtiö pyrkii saavuttamaan jatkuvasti markkinoita nopeamman 20 %:n orgaanisen kasvun ja ylläpitämään hyvää yli 10 %:n käyttökatetasoa. Kasvua tuetaan yritysostoin.

Sijoittajanäkökulmasta Siilissä yhdistyy kasvuhakuisuus ja hyvä osinkovirta

Sijoittajanäkökulmasta Siilissä yhdistyy kasvuhakuisuus sekä terve ja vakaa liiketoiminta, joka mahdollistaa kasvun ohella hyvän osinkovirran. Osakkeen arvonmuodostus tulee koostumaan hyvästä osinkovirrasta sekä mahdollisuudesta arvonnousuun, mikäli yhtiön kasvustrategian toteutus jatkuu onnistuneena. Yhtiön liiketoiminnan riskitasoa voidaan pitää toimialan keskimääräisestä tasoa alhaisempana, sillä toimintamallin ansiosta yhtiön kulurakenne on hyvin joustava.

2.1 Liiketoimintamalli

Siili ei toimita projekteja, vaan laskuttaa asiastaan asiantuntijaresurssien käytöstä

Liiketoimintamalliltaan Siili on korkean tason asiantuntijaresurssien myyntiä, mutta yhtiö poikkeaa kuitenkin perinteisistä IT-palveluyhtiöistä. Ensiksi, yhtiön liiketoiminnasta hyvin pieni osa on projektitoimituksia ja lean-toimintamallin mukaisesti asiakasta laskutetaan vain osaamisen käytöstä. Siten yhtiön liiketoiminta on käytännössä suurelta osin asiakkaan tarvitsemien asiantuntijaresurssien myyntiä eikä se perustu suuriin projektitoimituksiin tai jatkuviin palvelusopimuksiin. Toiseksi, yhtiön asiantuntijoiden palkkamalli poikkeaa huomattavasti alan normaalista käytännöstä. Yhtiön asiantuntijoille maksetaan pääsääntöisesti niiden tuoman laskutuksen perusteella, mikä tekee Siilin kulurakenteesta joustavan ja palkitsemismallista osajia motivoivan. Pohjapalkkana asiantuntijoilla on normaalisti vain työehtosopimuksen mukainen minimipalkka, minkä johdosta yhtiön kulurakenteesta hyvin pieni osa on kiinteää. Siilillä ei ole omaa ohjelmistoliiketoimintaa.

Laskutukseen perustuva osajien palkkamalli poikkeaa alan normaalista käytännöstä

Yhtiöllä ei ole omia ohjelmistoja

Siili uskoo vahvasti teknologiariippumattomuuteen

Siilin strategian ytimessä on ketterä järjestelmäkehitys ja lean-toimintamalli, jossa asiakas maksaa ainoastaan tarpeellisesta työstä ja sille tuotetusta lisäarvosta. Lisäksi yhtiö uskoo vahvasti teknologiariippumattomuuteen eli Siili ei ole erikoistunut toimittamaan minkään yksittäisen päämiehen teknologioita. Teknologiariippumattomuuden ansiosta yhtiö uskoo pystyvänsä toimittamaan aina asiakkaan tarpeeseen parhaiten soveltuvan teknologian.

Asiantuntijaresurseja myydään tyypillisesti tuntipohjaisena laskutuksena

Tyypillisessä asiakasprojektissa Siili myy asiakkaalle ensin hankkeen määrittelyn eli kuvauksen ratkaisun toiminnasta, projektin etenemisestä ja sen teknologiavalinnoista. Määrittelyvaiheen arvo on joitain kymmeniä tuhansia ja määrittelyn jälkeen asiakas voi vielä kilpailuttaa projektin. Siili ei itse anna projektille kiinteää hintaa, vaan arvion asiantuntijaresurssien käytön suuruudesta. Jos projekti voitetaan, Siili aloittaa hankkeen toteutuksen asiantuntijoiden tuntipohjaisena laskutuksena. Asiakkaalla on jatkuvasti näkyvyys siihen, mitä hankkeessa tehdään. Kun hanke on toimitettu onnistuneesti ja Siili voittanut asiakkaan luottamuksen, aukeaa Siilille mahdollisuus päästä vahvemmin kiinni asiakkuuteen ja sen tuleviin IT-hankkeisiin.

2.2 Osaamisalueet ja toimialat

Siilin palvelutarjonta on jaoteltu viiteen osa-alueeseen, joissa yhtiö pyrkii edustamaan maan johtavaa osaamista

Siilin palvelutarjonta on jaoteltu viiteen osa-alueeseen, joissa yhtiö pyrkii edustamaan maan johtavaa osaamista. *Teknologia-alustat* ovat Siilin toiminnan ydin ja alkuperäinen osaamisalue. Tällä alueella on noin puolet Siilin liiketoiminnasta. *Digitaaliset palvelut* eli modernien digitaalisten palveluiden rakentaminen on tällä hetkellä Siilin keihäänkärki ja alue, joka kasvaa voimakkaimmin. Yhtiö on tällä alueella noussut Suomen mittakaavassa johtavien toimijoiden joukkoon. Digitaaliset palvelut työllistää noin 40 osaajaa. *Informaationhallinta* pyrkii auttamaan oikean tiedon ja päätöksentekijän kohtaamisessa organisaation informaatiotulvassa. Informaation hallinnassa työskentelee noin 30 Siilin osaajaa. *Arkkitehtuuri* on osa-alue, joka auttaa asiakkaan IT-arkkitehtuurin ja sen problematiikan ymmärryksessä. Tämä on usein se elementti, joka avaa uutta liiketoimintaa asiakkaassa ja jonka avulla asiakkaassa päästään kumppanin asemaan. *Lean-projektiohjaus* vastaa ketterästä toimituksesta ja jättää teknisen päätöksenteon asiantuntijoille.

Siili palvelualueet



Lähde: Siili Solutions

Asiakassektorit ovat julkishallinto, finanssi, media ja tietoliikenne sekä teollisuus ja palvelut

Siilin pääasialliset asiakassektorit on jaoteltu neljään ja ne ovat julkishallinto, finanssi, media ja tietoliikenne sekä teollisuus ja palvelut. Näiden osuudet Siilin liikevaihdosta ovat karkeasti yhtä suuret, mikä tasapainottaa liiketoimintaa ja vähentää riippuvuutta yksittäisistä toimialoista.

3. Toimiala ja kilpailijat

3.1 IT-palvelumarkkina

Siilille merkityksellisen markkinan koko Suomessa on noin 2,1 miljardia euroa

Suomen IT-palvelumarkkina toimii keskeisenä makrotason ajurina Siilin liiketoiminnalle. Suomen ICT-markkinan koko on Marketvision arvion mukaan 5,95 miljardia euroa (sisältäen laitemyynnin), mistä IT-palvelumarkkinan koko on noin puolet. Pohjoismaiden (Ruotsi, Norja, Suomi, Tanska) IT-palvelumarkkinan koko on noin 14,4 miljardia euroa ja Suomen osuus tästä noin viidennes (IDC). Siili on arvioinut sille merkityksellisen markkinan kooksi 2,13 miljardia euroa, joten yhtiön osuus markkinasta on noin prosentin luokkaa.

Suomen IT-palvelumarkkinan kasvu on ollut nollan tuntumassa viime vuosina

Suomen IT-palvelumarkkinan kasvu on ollut viime vuosina hidasta talouden taantumasta johtuen. Eri arvioiden mukaan markkinan kasvu on ollut muutaman prosentin luokkaa tai lähellä nollaa. Taantumasta johtuen IT-palveluyhtiöllä näkyy etenkin asiakkaiden päätöksentekoprosessien lykkääntymisenä ja hidastumisena. Asiakkaat pyrkivät tällöin priorisoimaan tehokkuutta ja nopeita suoria kustannussäästöjä tuovia ratkaisuja. Viime vuosina IT-alan yhtiölle on ollut tyyppillistä toistaa osavuositarkastuksissa asiakkaiden päätöksenteon lykkääntymistä keskeisenä kasvua jarruttavana tekijänä ja toisaalta myös kannattavuutta painavana tekijänä. Mikäli markkina ei kasva, on toimialan yhtiöiden keskimäärin hyvin vaikeaa parantaa kannattavuuttaan palkkainflaation juostessa. Tästä yhtenä selkeänä esimerkkinä on Tieto, joka on fokusoitunut viime vuosina hyvin vahvasti kuluihin ja tehokkuuteen tuloslaskelman ylimmän rivin sijaan.

Markkinan heikko kasvu on pakottanut IT-yhtiöitä etsimään kustannustehokkuutta

Tehokkuutta parantavien ja kustannussäästöjä tuovien IT-ratkaisujen kysyntä on hyvää myös taantumassa

Yritysten ja julkishallinnon kysyntä liiketoiminnan tehokkuutta parantaville ja konkreettisia kustannussäästöjä tuoville IT-ratkaisuille jatkuu tyyppillisesti hyvänä myös taantumaolosuhteissa. Niiden ohjelmistojen hankintaa lykätään, jotka eivät ole liiketoiminnan kannalta kriittisiä tai välttämättömiä. Lisäksi IT-hankinnat painottuvat taantumassa pienempiin ja nopeasti toimitettaviin projekteihin. Talouden syklit vaikuttavat eri tavalla myös asiakassektoreihin ja niiden IT-hankintojen aktiviteettiin. Siili palvelee liiketoiminnassaan sektoreista teollisuutta ja palveluita, tietoliikennettä ja mediaa, julkishallintoa sekä finanssisektoria. Asiakassektoreiden painot ovat karkeasti yhtä suuria ja niiden syklit tasaavat yhtiön liiketoiminnassa toisiaan. Esimerkiksi viime vuonna finanssisektori oli yhtiölle alkuvuonna haastava, mutta tätä tasoitti teollisuuden ja palveluiden sekä julkishallinnon kasvu.

Taantumassa projektit ovat usein pienempiä ja nopeasti toimitettavia

Hitaasta kasvusta huolimatta Suomen IT-palvelumarkkina on terve ja yhtiöiden keskimääräiset kannattavuustasot ovat hyviä

Mielestämme Suomen IT-palvelumarkkina on hitaasta kasvusta huolimatta yleisellä tasolla varsin terve eikä markkinalla ole merkkejä liian aggressiivisesta hintakilpailusta. Markkinalla ei ole merkittävää ylikapasiteettia ja toimijoiden keskimääräiset kannattavuustasot ovat hyviä. Toimialan hintapaine kohdistuu luonnollisesti niihin alueisiin, joissa differoituminen on rajallista ja kustannus on asiakkaalle keskeinen kriteeri päätöksenteossa. Näitä ovat esimerkiksi sovelluskehitys ja ulkoistuspalvelut, joita pystytään usein tuottamaan matalan kustannustason offshore-resursseilla. Siili ei toimi näillä rajuimmilla kilpailuilla alueilla.

3.2 Markkinan kasvunäkymät

Marketvisio arvioi markkinan kasvavan 3,2 % tänä vuonna

Markkinatutkimusyhtiö Marketvisio arvioi Suomen IT-palvelumarkkinan kasvavan 3,2 % tänä vuonna. Kasvuennuste tuntuu optimistiselta vallitsevaan taloustilanteeseen nähden (Suomen BKT-kasvuennusteet 0,2-0,5 %) ja se tarkoittaisi markkinan lievää piristymistä viime vuosiin nähden. Pitkällä aikavälillä Pohjoismaisten IT-palvelumarkkinoiden arvioidaan kasvavan 2-4 % vauhtia eli hieman bruttokansantuotteen kehitystä nopeammin.

IT-yhtiöiden arviot markkinan näkymistä ovat varovaisia

Monien IT-yhtiöiden omat arviot markkinan kehityksestä ovat viime vuoden tavoin markkina-analyttikko Marketvisiota maltillisempia. Tieto on arvioinut Pohjoismaiden IT-palvelumarkkinan kasvavan tänä vuonna noin 2 %. Enfon vastaava arvio Suomelle ja Ruotsille on 2-3 %. Pessimistisin arvio on Digialla, joka arvioi Suomen markkinan pysyvän edellisvuoden tasolla.

IT-yhtiöiden arvioita markkinan näkymistä

"Pohjoismaiden IT-palvelumarkkinan arvioidaan kasvavan 2014 noin 2 %."

Tieto 25.4.2014

" IT-palvelumarkkinat kasvavat Suomessa ja Ruotsissa 2 - 3 % vuonna 2014."

Enfo 30.4.2014

"Markkinatilanteen arvioidaan jatkuvan haastavana 2014."

Siili Solutions 27.2.2014

" Suomen IT-markkinat pysyvät vuonna 2014 suunnilleen edellisvuoden tasolla. "

Digia 30.4.2014

" IT-palvelujen ennustetaan nousevan kuluvana vuonna 3,2 %."

Marketvisio 27.3.2014

Lähde: Inderes

Markkinatilanteessa ei ole tapahtunut oleellisia muutoksia vuoden 2014 aikana

Alkuvuonna 2014 IT-palveluyhtiöiden markkinaympäristössä ei ole tapahtunut oleellisia muutoksia tapaamiemme yhtiöiden kanssa käytyjen keskustelujen perusteella (mm. Tieto, Siili, Innofactor, Digia). Asiakkaiden pääpaino on edelleen kustannussäästöjä tuovissa IT-hankinnoissa. Markkinatilanne ei näkemyksemme mukaan tule antamaan vetoapua sektorin yhtiöille, vaan tulokasvu saavutetaan ainoastaan selkeillä kilpailueduilla ja markkinaa nopeammalla kasvulla.

3.3 Kilpailijat ja vertailuyhtiöt

Siilin kilpailijat voidaan jakaa IT-jätteihin ja pieniin erikoistuneisiin toimijoihin

Siilin kilpailukenttä voidaan jakaa IT-jätteihin sekä pienempiin erikoistuneisiin toimijoihin. Siili asemoituu näiden toimijoiden väliin toimintamallilla, joka pyrkii yhdistämään pienen toimijan ketteryyden, teknologiariippumattomuuden sekä riittävän toimituskyvyyden ja palvelutarjoaman vastata suurten organisaatioiden tarpeisiin.

Keskeisiä kilpailijoita ovat Accenture, Tieto, CGI (Logica), Cap Gemini ja Digia

Siilin pääasiallisia kilpailijoita ovat suuret IT-palveluyhtiöt (generalistit) kuten Accenture, Tieto, CGI (Logica), Cap Gemini ja Digia. Yhtiön tavoitteena on haastaa nämä toimijat ketterämmällä toimintamallilla. Näiden toimittajien vahvuutena on mittavat resurssit, joita tukee usein offshore-tuotanto ja sen kustannustehokkuus. Lisäksi nämä yhtiöt ovat usein keskisimmissä asiakkuuksissaan vahvasti etabloituneita. Nämä yhtiöt ovat tyypillisesti kehittäneet asiakkaidensa IT-järjestelmiä yli vuosikymmenen ajan ja asiakkaiden IT-budjeteista merkittävä osa kuluu näiden olemassa olevien vanhojen järjestelmien ylläpitämiseen ja kehittämiseen. Tämä turvaa suurten palvelutalojen asemaa kilpailussa. Lisäksi asiakkaan IT-järjestelmiä tyypillisesti kehitetty siten, että IT-toimittajan vaihtaminen on tehty asiakkaalle vaikeaksi (vendor-lock). Suurten IT-jättien asema suurissa organisaatioissa murtuu siten hitaasti ja markkinadynamiikan nopeat muutokset ovat epätodennäköisiä. Suurten organisaatioiden IT-budjeteista vain murto-osa kohdistuu uusiin palveluihin ja järjestelmiin. Siilin kaltaiset pienet ja ketterät toimijat pyrkivät murtautumaan suuriin asiakkuuksiin ensisijaisesti pääsemällä kiinni asiakkaiden uusiin hankkeisiin.

Suurten IT-yhtiöiden etuna ovat niiden resurssit sekä vahvat asiakassuhteet

Pienten erikoistuneiden toimijoiden heikkous on rajallinen toimituskyvykyys

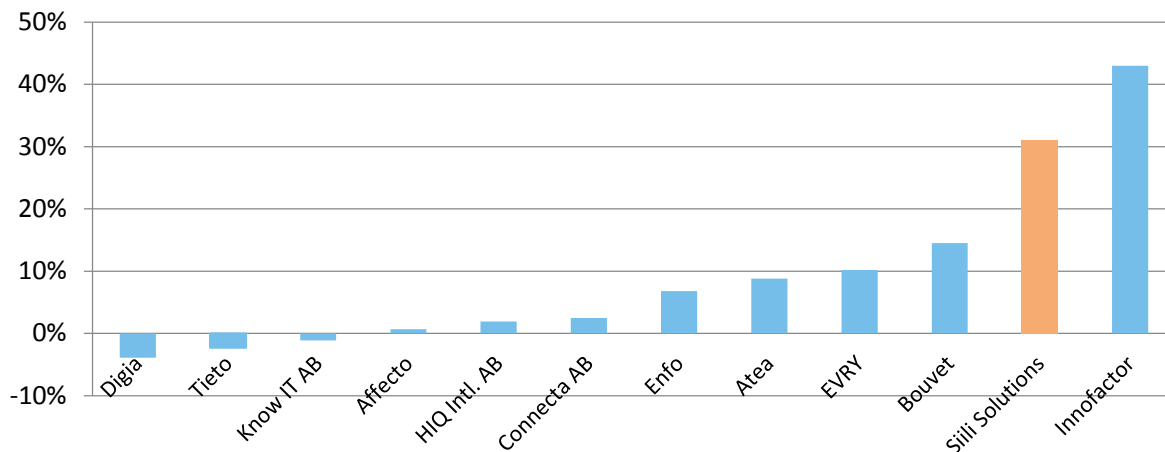
Siilin toisen kilpailijaryhmän muodostavat pienet IT-yritykset, jotka ovat tyypillisesti erikoistuneet jollekin tietylle alueelle tai myyvät ainoastaan asiantuntijaresurssia. Tästä ryhmästä on vaikea nimetä yksittäisiä kilpailijoita ja kilpailukenttä on hyvin fragmentoitunut. Näiden toimijoiden heikkous on rajallinen palvelutarjoama, joka usein keskittyy ainoastaan tiettyyn teknologiaan tai tietylle osaamisalueelle. Lisäksi pienimmillä toimijoilla on rajallinen kyvykyys ottaa laajojen projektitoimitusten ohjaus- ja ratkaisuvastuuta. Pienten yritysten riittävä toimituskyvykyys laajoihin hankkeisiin edellyttää usein kattavaa alihankintaverkostoa, joka on haastava hallita ja kustannustehoton.

Vertailuryhmän kasvu ja kannattavuus

Vertailuryhmä on kasvanut keskimäärin 4,5 % välillä 2009-2013

Tarkastelemme ohessa listattujen suomalaisten ja muiden Pohjoismaisten IT-palveluyhtiöiden kasvua ja kannattavuutta. Tarkasteltava joukko muodostaa myös pääasiassa osiossa 6 käytetyn arvonmäärityksen vertailuryhmän. Kaikki yhtiöt eivät välttämättä ole Siilin kilpailijoita, mutta niiden liiketoimintamallit ovat yhtiön kanssa samankaltaisia. Joukon kasvu vuositason välillä 2009-2013 on ollut 4,5 % (mediaani). Kasvua on hidastanut finanssikriisi. Voimakkaimmin kasvaneet yhtiöt ovat pääasiassa laajentuneet yritystoin, koska orgaaninen kasvu viime vuosien markkinaolosuhteissa on ollut haastavaa.

IT-palveluyhtiöiden keskimääräinen kasvu 2009-2013



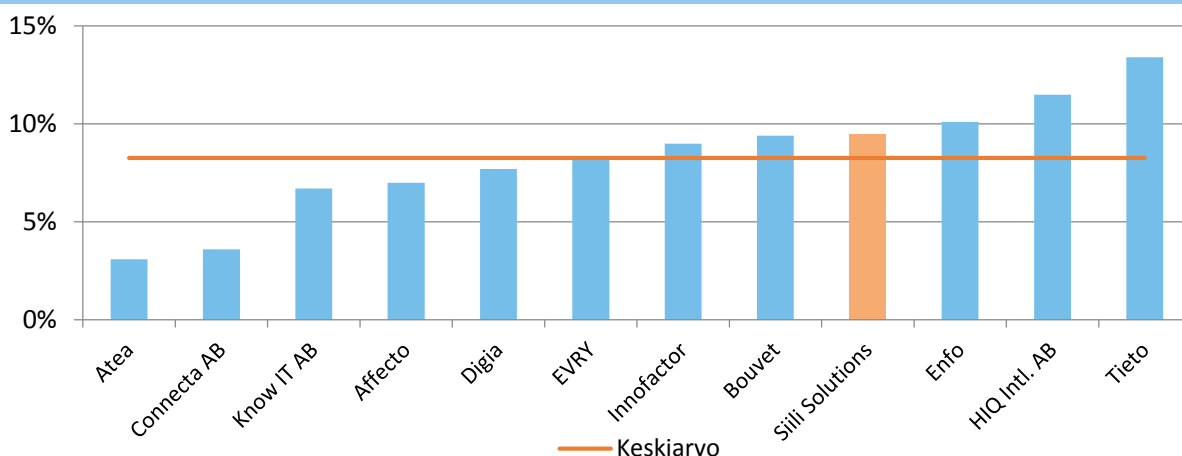
Lähde: Capital IQ

Vertailussa nopeimmin ovat kasvaneet suomalaiset pienet IT-palveluyhtiöt Innofactor ja Siili Solutions. Molemmilla yhtiöillä kasvu on pääosin epäorgaanista, mutta myös niiden orgaaninen kasvu on ollut vahvaa.

Vertailuryhmän keskimääräinen EBITDA-% viimeisen 12 kuukauden ajalta on 8,3 %

Kannattavuuden osalta vertailujoukon keskiarvo on 8,3 % EBITDA-%:lla mitattuna viimeisen 12 kuukauden rullaavasta luvusta laskettuna. Yhtiöt ovat keskimäärin kannattavuudeltaan terveellä tasolla eikä vertailussa ole merkkejä toimialan epäterveestä kilpailu- tai kapasiteettitilanteesta. Atealla heikkoa kannattavuutta osaltaan selittää todennäköisesti raudan suhteellisen suuri osuus liiketoiminnasta. Tiedon vahvaa kannattavuutta selittää yhtiön oma ohjelmistoliiketoiminta. Peukalosääntönä IT-palveluiden toimialalla 10-15 % EBITDA-tasoa voidaan pitää hyvänä tai vähintäänkin tyydyttävänä tasona. Yksinumeroisiin kannattavuustasoihin yhtiöiden ei pitäisi olla tyytyväisiä.

IT-palveluyhtiöiden kannattavuus (EBITDA-%), viimeiset 12 kuukautta



Lähde: Capital IQ

4. Strategia ja kilpailuedut

4.1 Strategia

Siilin kasvu perustuu markkinaosuuden voittamiseen suurilta toimijoilta

Siilin tavoitteena on olla markkinansa nopeimmin kasvava riippumaton ohjelmistointegraattori ja tiedonhallintapalvelujen tuottaja. Yhtiön päämarkkina-alueena on tällä hetkellä Suomi. Markkinaa nopeampi kasvu tapahtuu orgaanisella kasvulla yhtiön pystyessä voittamaan markkinaosuuksia etenkin suuremmilta toimijoilta haastamalla ne ketterällä projektiohjauksella ja läpinäkyvällä liiketoimintamallilla. Lisäksi kasvua vauhditetaan yritysostoilla. Yhtiö uskoo sillä olevan vielä merkittävää kasvupotentiaalia kotimarkkinallaan, mutta pitkällä aikavälillä Siili harkitsee myös kasvua kansainvälistymällä. Laajentuminen uusiin maihin edellyttää näkemyksemme mukaan yritysostoja.

Eri IT-palveluyhtiöiden strategioita

Strategia	Esimerkki	Kasvupotentiaali	Heikkoudet	Vahvuudet
Teknologiariippumaton	Siili	Markkinaosuuden syöminen etabloituneilta toimijoilta kotimaassa	Pienen toimijan rajalliset resurssit generalisteja vastaan	Ketteruus, kyky tarjota asiakkaalle paras ratkaisu teknologiariippumattomasti useille osaamisalueille
Teknologia-erikoistunut	Innofactor	Rajallinen kotimaassa, edellyttää kansainvälistymistä	Riippuvuus yhdestä teknologiasta	Pienen toimijan ketteruus, vahva osaaja valitussa teknologiassa
Osaamisalue-erikoistunut	Affecto	Rajallinen kotimaassa, edellyttää kansainvälistymistä	Asiakkaalle haastavaa ostaa eri osaamisalueet useilta eri IT-taloilta	Selkeä fokus ja vahva osaaminen valitussa segmentissä
Generalisti	Tieto	Heikko, kasvaa tyypillisesti markkinaa hitaammin	Raskas ja hidasliikkeinen organisaatio	Resurssit, vahvat asiakkuudet

Lähde: Inderes

Siilin näytöt yritysostoista ja orgaanisesta kasvusta ovat hyvät

Siilin strategian toteutus on ollut tähän asti onnistunutta ja yhtiö on saavuttanut selvästi markkinaa nopeamman kasvun ylläpitäen noin 10 %:n tasolla olevaa käyttökatetta. Yhtiön tähänastiset näytöt onnistuneista ja omistaja-arvoa luovista yrityskaupoista ovat myös hyvät. Yhtiö on vuoden 2005 perustamisen jälkeen tehnyt kuusi yrityskauppaa, joista kaksi listautumisen jälkeen. Onnistuneet yritysostot lisäävät luottamusta yhtiön kykyyn toteuttaa yrityskauppoja myös jatkossa.

Pitkän aikavälin tavoitteena yhtiöllä on 20 % orgaaninen kasvu ja yli 10 % EBITDA-%

Pitkän aikavälin jatkuvina tavoitteina Siilillä on keskimäärin 20 %:n vuotuinen orgaaninen kasvu sekä hyvä yli 10 %:n käyttökate. Yhtiöllä on hyvät näytöt orgaanisesta kasvusta, mutta toisaalta kasvutavoite käy joka vuosi haastavammaksi. Esimerkiksi viime vuoden aikana yhtiön kasvu jäi kesällä tehdystä Comvise-yrityskaupasta huolimatta 17 %:iin, mitä selitti finanssisektorin kysynnän heikkous alkuvuonna. Kannattavuuden osalta pidämme yhtiön käyttökatteen yli 10 %:n tavoitetasoa realistisena myös heikossa markkinatilanteessa.

Siilin orgaaninen kasvu tulee tapahtumaan etenkin kasvuna jo nykyisten asiakkuuksien sisällä

Siilin orgaaninen kasvu tulevaisuudessa tulee perustumaan etenkin kasvuun nykyisten asiakkuuksien sisällä. Yhtiöllä on ”merkitykselliseksi” luokiteltavia asiakkaita noin 80, joista noin 20 on sellaisia, jotka tuovat 80 % yhtiön liikevaihdosta. Näissä 20 asiakkuudessa yhtiö on onnistunut nousemaan Siilin sisäisen tavoitteen mukaisesti niin sanotun luotetun neuvonantajan asemaan. Tällöin Siili saavuttaa asiakkaassa niin vahvan aseman, että asiakassuhteesta tulee luonteeltaan projektien sijaan jatkuvaa palvelua. Näitä asiakkuuksia Siilillä on siis vasta kourallinen. Orgaanisen kasvun pitäisi lähivuosina tulla etenkin sitä kautta, että nykyisestä asiakasportfoliosta yhä useampi asiakkuus kasvaa sellaiseksi, jossa Siili saavuttaa luotetun neuvonantajan statuksen. Käytännössä tämä tulee tarkoittamaan asiakkaaseen etabloituneen vanhan IT-toimittajan syrjäyttämistä ja Siilin markkinaosuuden kasvua tätä kautta.

20 merkittävintä asiakasta tuo 80 % yhtiön liikevaihdosta

Yhtiön tavoitteena on listautua pörssin päälistalle 2016

Orgaaninen kasvu ja yritysostot huomioiden Siilillä on mielestämme hyvät edellytykset kasvaa lähivuosina 20-30 %:n vauhtia. Siilin yhtenä tavoitteena on kasvaa siten, että yhtiö olisi valmis siirtymään pörssin päälistalle vuonna 2016. Myös yhtiön johdon kannustinjärjestelmä on sidottu osittain päälistalle siirtymisen tavoitteeseen. Uskomme tämän tarkoittavan käytännössä sitä, että yhtiö on yli 40 miljoonan euron liikevaihtoluokassa ennen listautumista päälistalle.

Yhtiö jakaa 30-70% tuloksestaan osinkoina

Tuloksestaan Siili jakaa osingonjakopolitiikan mukaisesti 30-70 % osinkoina. Yhtiö on tähän asti pystynyt rahoittamaan kasvuaan tulorahoituksella sekä käyttämällä omaa osakettaan vastikkeena yrityskaupoissa. Osingonjakosuhte

Kevyt tase ja liiketoiminnan rahavirta mahdollistavat hyvän osingon

on ollut viime vuosina lähellä 70 % tasoa. Yhtiön kevyt tase ja liiketoiminnan vahva rahavirta ovat mahdollistaneet osingon pitämisen suhteellisen korkealla tasolla kasvusta huolimatta.

4.2 Kilpailuedut

Kestävän kilpailuedun saavuttaminen on vaikeaa Siilin toimialalla

Tyypillisesti IT-palveluyhtiöiden kilpailuedut pohjautuvat geneerisiin tekijöihin kuten tietty erityisosaaminen, asiakkuudet, erikoistuminen ja kustannustehokkuus. Kestävän kilpailuedun saavuttaminen toimialalla on vaikeaa, sillä viime kädessä liiketoiminnassa on kyse asiantuntijoiden myynnistä ja yhtiöt ovat täysin riippuvaisia osaajistaan.

Pidämme itse Siilin toimintamallia yhtiön tärkeimpänä kilpailuetuna

Siilin tapauksessa uskomme yhtiön onnistuneen luomaan sen keskeisimmän kilpailuedun itse yhtiön liiketoimintamallista. Yhtiön toimintamalli tuo sille selkeän edun osaajien hankkimisessa (input), mikä on viime kädessä keskeistä asiakkaalle tuotettavan palvelun laadussa (output). Siilin palkkiomallin ansiosta yhtiö pystyy houkuttelemaan alan parhaita osaajia palkkalistoilleen, sillä asiakaslaskutukseen perustuvan palkkamallin ansiosta hyvät asiantuntijat pääsevät alan keskimääräistä korkeampiin ansioihin. Samalla työntekijät joutuvat kantamaan riskiä oman työnsä tuottavuudesta, mikä kannustaa yrittäjähengen ja tekee Siilin kulurakenteesta joustavan. Yhtiön osaajien keskikokemus on yli 13 vuotta. Siilin liiketoiminta on alun perin lähtenyt liikkeelle asiantuntijaresurssien myynnistä muille IT-taloille, minkä johdosta sillä on myös vahva kokemus ja osaaminen rekrytoinnissa. Palkkamallinsa ansiosta Siilin ei tarvitse käydä palkkaneuvotteluita, koska asiantuntijoiden

Yhtiön toimintamalli houkuttelee parhaita osaajia, mikä näkyy asiakkaalle tuotettavan palvelun laadussa

Palkkamallin ansiosta Siilin ei tarvitse käydä palkkaneuvotteluita

palkka nousee oman laskutuksen kautta. Siten yhtiö on hyvin suojassa kustannusinflaatiolta.

Lean-periaatteen mukaan asiakkaalle toimitetaan ainoastaan välttämätön ja IT-toimittaja tukee asiakasta teknologiavallinnoissa

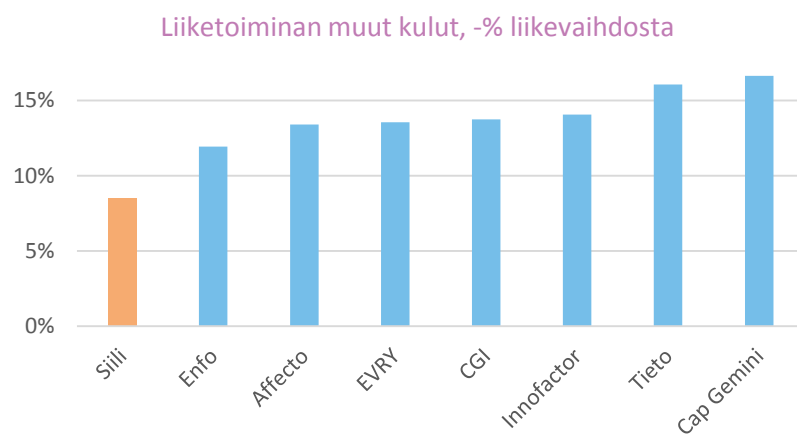
Toimintamallin lean-periaatteen mukaan Siili toimittaa ainoastaan asiakkaalle välttämättömän. Asiakas tuntee oman liiketoimintansa IT-toimittajaa paremmin, ja Siilin mukaan sen tehtävä on ainoastaan auttaa ja kertoa, millainen teknologia tukee tätä liiketoimintaa parhaiten. Asiantuntijan ei kannata istua asiakkaalla tekemässä tehotonta laskutettavaa työtä, koska tällöin asiakas ei tilaa palveluita ja asiantuntijan ansiot laskevat. Läpinäkyvän toimintamallin ansiosta asiakas voi paremmin luottaa siihen, että sitä laskutetaan siitä työstä, mikä tuottaa sille lisäarvoa.

Siili pystyy toimintamallinsa ansiosta toimimaan kevyellä kustannus- ja organisaatorakenteella

Siili pystyy toimintamallinsa ansiosta myös toimimaan hyvin kevyellä kustannus- ja organisaatorakenteella. Siilin liiketoiminnan muut kulut liikevaihdosta olivat viime vuonna 8,5 %, kun ne muilla IT-palveluyhtiöillä liikkuvat tyypillisesti haarukassa 12-16 %. Suuret globaalit IT-jätit kuten CGI, Cap Gemini ja Tieto eivät mittakaavaeduistaan huolimatta pysty toimimaan yhtä kevyellä kustannusrakenteella todennäköisesti siksi, että niiden organisaatiot ovat rakenteiltaan liian raskaita. Alempi liiketoiminnan muiden kulujen taso selittää, miksi Siili ylittää toimialalle hyvään kannattavuustasoon, vaikka yhtiön asiantuntijat ansaitsevat keskimääräistä parempaa palkkaa.

Yhtiön liiketoiminnan muut kulut ovat kolmanneksen verrokkeja alemmat

Vertailuyhtiöiden kulurakenteet: liiketoiminnan muut kulut



Lähde: Capital IQ

Yhtiö pystyy toimimaan kevyellä taseella, koska käyttöpääomaa ei sitoudu suuriin projekteihin

Koska lean-toimintaperiaatteen mukaisesti Siili ei toimita yksittäisiä isoja projekteja, sitoo liiketoiminta vähemmän pääomaa ja Siili pystyy toimimaan hyvin kevyellä taseella. Kun projekti sitoo vähemmän käyttöpääomaa se sisältää myös pienemmän liiketoimintariskin. Siilin taserakenne on hyvin yksinkertainen ja kevyt kilpailijoihin verrattuna.

Siilin toimintamalli on kopioitavissa, mutta toimiala on hidasliikkeinen

Muistutamme, että Siilin toimintamalliin perustuva kilpailuetu on täysin kopioitavissa. Toimiala kuitenkin muuttuu hitaasti ja varsinkin suurimmat kilpailijat ovat hidasliikkeisiä. Mikäli Siilin valitsema toimintamalli on voittajastrategia ja yhtiö onnistuu toimintamallillaan käynnistämään edes

pienimuotoisen murroksen IT-toimialalla, on yhtiöllä hyvät edellytykset kasvaa markkinoita nopeammin vielä vuosien ajan.

Siilin toimintamallin kilpailuedut näkemyksemme mukaan



Lähde: Inderes

4.3. Yrityssostot

Siili on tehnyt kuusi yritysostoa: Solagem (2007), Complit (2009), DevTrain (2010), Fusion (2012), Comvise (2013) sekä Codebakers (2013)

Yhtiöllä ei ole tarvetta hankkia uusia osaamisalueita enää yritysostoilla

Siilin nykyinen rakenne on muotoutunut pitkälti yritysostojen kautta ja yhtiö on tehnyt historiansa aikana kuusi yritysostoa: Solagem (2007), Complit (2009), DevTrain (2010), Fusion (2012), Comvise (2013) sekä Codebakers (2013). Yrityskaupoilla on pääasiassa hankittu täydentäviä uusia osaamisalueita, joiden kautta ovat muotoutuneet yhtiön nykyiset palvelualueet (teknologia-alustat, digitaaliset palvelut, informaationhallinta, arkkitehtuuri ja lean-projektiohjaus).

Viimeisimpien yritysostojen ansiosta Siilin ratkaisutarjoama on laaja, eikä yhtiöllä ole toistaiseksi tarvetta hankkia yritysostoilla uusia osaamisalueita. Yhtiön seuraavilla yritysostoilla tullaan todennäköisesti hakemaan markkina-aseman vahvistamista ja kasvun vauhdittamista. Lyhyellä tähtäimellä uskomme yhtiön keskittyvän Codebakers ja Comvise -yritysostojen sulatteluun. Näiden yritysostojen integraatio on johdon kanssa käymiemme keskustelujen perusteella edennyt erittäin hyvin. Odotamme yhtiön ilmoittavan uusista yritysostoista aikaisintaan tämän vuoden lopulla.

Omistaja-arvon luonti yrityskaupoilla

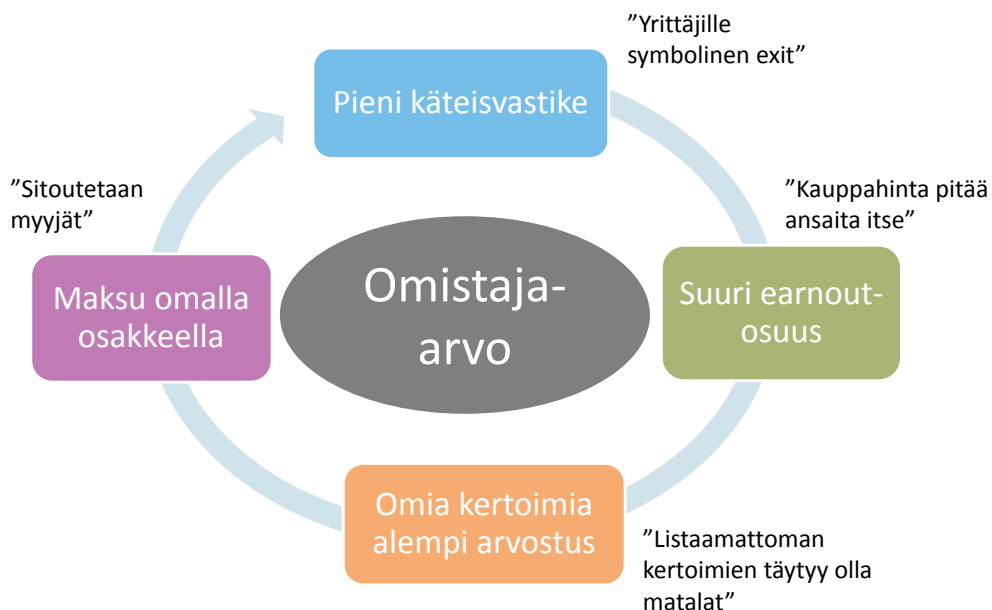
Keskisuurilla pörssilistatuilla IT-palveluyhtiöillä on erinomaiset edellytykset konsolidoida markkinaa

Yrityskaupoissa korostuu yhtiöiden kyky rakentaa toimivia transaktioita, joilla sitoutetaan ostettavan yrityksen henkilöstö ja pienennetään kaupan riskejä

Uskomme Siilin kokoluokassa olevilla keskisuurilla IT-palveluyhtiöillä olevan erinomaiset edellytykset konsolidoida Suomen IT-palvelumarkkinaa. Mahdollisuudet ovat entistä paremmat niillä yhtiöillä, joilla on pörssilistauksen johdosta oma osake käytettävissä valuuttana yrityskauppoihin. Tarjonta pienistä IT-palveluyhtiöistä on kaikkien tapaamiemme yhtiöiden kommenttien perusteella hyvää ja valuaatiotasot ovat siten maltillisia. Seulonnassa karsiutuu kuitenkin paljon yhtiöitä, jotka ovat heikosti yhteensopivia tai huonosti hoidettuja.

Yrityskauppojen omistaja-arvon luonti perustuu näkemyksemme mukaan seuraavaan kaavaan, joka perustuu vahvasti myös yhtiöiden omaan taitoon rakentaa transaktioita. Ensiksi, kaupoissa maksetaan tyypillisesti vain hyvin pieni käteisvastike, joka kuitenkin toimii symbolisella tasolla exitinä myyjille, jotka ovat tyypillisesti konsulttitalon partnereita tai yrittäjiä. Siten yritysosto ei edellytä juurikaan investointeja ostohetkellä. Toiseksi, myyjien pitää tyypillisesti ansaita kauppahinta itse kovalla työllä, eli lopullinen kauppahinta perustuu usein aggressiiviseen earnout-palkkioon, joka perustuu normaalisti seuraavan kahden-kolmen vuoden aikana toteutuvaan tulokseen. Jos ostettu yritys ei kehity odotusten mukaisesti, sen hintalappu ostajalle tulee huomattavasti pienemmäksi. Kolmanneksi, kauppahinnasta valtaosa maksetaan omalla osakkeella, mikä sitouttaa myyjä yhtiöön eikä kuluta yhtiön kassaa. Viimeinen ja tärkein omistaja-arvoa luova komponentti on tietenkin kaupan matala arvostus. Tämä perustuu siihen, että ostettavista pienistä listaamattomista yhtiöistä maksetaan normaalisti selvästi pörssilistattua isoa yhtiöitä pienempiä arvostuskertoimia. Jos esimerkiksi Siilin osaketta hinnoitellaan P/E 10:llä ja yhtiö ostaa yrityksen P/E 5:llä ja integroi sen itseensä onnistuneesti, tulisi uuden kokonaisuuden hinnoittelu markkinalla olla edelleen P/E 10. Järjestelyssä on tällöin teoriassa syntynyt omistaja-arvoa P/E 5:n ja 10:n välissä oleva erotus Siilin omistajien hyväksi ilman, että mahdollisia synergiahyötyjä huomioidaan.

Tyypillinen omistaja-arvon luomisprosessi yrityskaupoissa



Lähde: Inderes

Viimeisimmät yrityskaupat

Codebakers ja Comvise -yrityskaupat kasvattavat Siilin 2014 liikevaihtoa yli 4 miljoonalla eurolla

Siili on tehnyt pörssilistautumisen jälkeen kaksi yrityskauppaa. Comvise Oy:n osto toteutettiin viime vuoden kesällä ja Codebakersin osto toteutui tämän vuoden alussa. Arvioimme näiden yrityskauppojen kasvattavan Siilin vuoden 2014 liikevaihtoa yli 4 miljoonalla eurolla.

Comvise on erittäin kannattava yhtiö (EBITDA 30 %)

Comvise Oy

Kesällä 2013 Siili kertoi ostavansa oululaisen ohjelmistokehitykseen erikoistuneen Comvise Oy:n. Yrityskauppa avasi Siilille uuden tärkeän Oulun rekrytointimarkkinan sekä toi yhtiölle vahvaa ohjelmisto- ja ohjelmistokomponenttien kehityksen osaamista. Yhtiö työllistää 18 henkilöä. Lisäksi Comvise on erittäin kannattava (EBITDA-% yli 30 %). Yhtiö on kaupan jälkeen lanseerannut uuden Oulushore-konseptin, jolla Siili haastaa suurten toimijoiden offshore-toimintoja. Oulushore käytännössä tarkoittaa sitä, että ohjelmistokehitystä pystytään tekemään Oulun alemmalla kustannustasolla ilman, että ohjelmistotuotanto kärsii perinteisen offshore (Intia, Kiina) ongelmista, kuten pitkät etäisyydet, kulttuuri-, kieli- ja aikaerot sekä työn heikko tuottavuus.

Kauppa avasi Siilille Oulun tärkeän rekrytointimarkkinan

Comvise Oy:n tulosluvut

Comvise Oy	2012	2013	Muutos-%
Liikevaihto, TEUR	1706	1843	8 %
EBITDA, TEUR	408	608	49 %
EBITDA-%	24 %	33 %	

Lähde: Siili Solutions

Siili on maksanut tähän mennessä Comvisesta noin 1,4 MEUR, minkä päälle tulee lisäkauppahinta

Siili ei julkistanut Comvise-yrityskaupan lopullista hintaa, mutta kauppahinta on arvioitavissa yhtiön tilinpäätösluvuista. Arvioimme yrityskaupan käteisvastikkeen olleen hieman yli 0,6 MEUR, minkä lisäksi arvioimme osakevastikkeen arvon olleen noin 0,8 MEUR laskettuna kaupantekohetken osakekurssilla. Annetut osakkeet vastasivat noin 6 % Siilin osakekannasta. Tähän mennessä maksetuksi kauppahinnaksi muodostuu tällöin noin 1,4 MEUR. Tämän päälle tulee vielä lisäkauppahinta, joka tuli täysimääräisesti maksettavaksi vuoden 2014 alkupuolella. Lisäkauppahinnan suuruus ei ole tiedossa. Mikäli lisäkauppahinta ei edusta merkittävää osaa kokonaishinnasta, voidaan yrityskauppaa pitää erittäin edullisena hyvän strategisen yhteensopivuuden lisäksi. Esimerkiksi 2 miljoonan euron kokonaiskauppahinnalla EV/EBITDA-kertoimeksi vuoden 2013 tuloksesta laskettuna muodostuisi ainoastaan 3,3x.

Jos lopullinen kauppahinta oli esim. 2 MEUR tuntumassa, olisi kaupan EV/EBITDA vain 3x

Codebakers on Siilille turnaround-tapaus

Codebakers Oy

Joulukuussa 2013 Siili kertoi espoolaisen Codebakers Oy:n hankinnasta. Codebakersin erityisosaamista ovat Microsoft ohjelmistoteknologiat, CRM-järjestelmät sekä ohjelmistojen ketterä määrittely-testaus. Kaupalla Siili täydensi Microsoft-tekniologioiden tarjontaansa. Yhtiössä työskentelee 34 osaaajaa.

Codebakers Oy:n tulosluvut

Codebakers Oy	2012	2013	Muutos-%
Liikevaihto, TEUR	4082	3279	-20 %
EBITDA, TEUR	185	-36	
EBITDA-%	5 %	-1 %	

*Lähde: Siili Solutions***Siilin tavoitteena on ollut ensisijaisesti kääntää yhtiö emoyhtiön kannattavuustasolle**

Yrityksostona Codebakers on Siilille turnaround-tapaus, koska kohdeyhtiö oli heikosti kannattava. Codebakersin osalta Siilin ensisijaisena tavoitteena on nyt kääntää yhtiön kannattavuus Siilin tasolle. Kauppahinnasta 0,8 MEUR maksettiin heti ja tästä noin 19 % käteisellä ja loput Siilin osakkeilla. Lisäkauppahinta on enintään 1 MEUR ja se maksetaan 76-80 prosenttisesti Siilin osakkeilla. Kauppahintaa ei voida vielä arvioida, mutta mikäli Siili onnistuu kääntämään Codebakersin omalle kannattavuustasolleen (EBITDA yli 10 %) tulee kaupan lopullinen arvostustaso olemaan todennäköisesti Siilille hyvä.

5. Taloudellinen tilanne

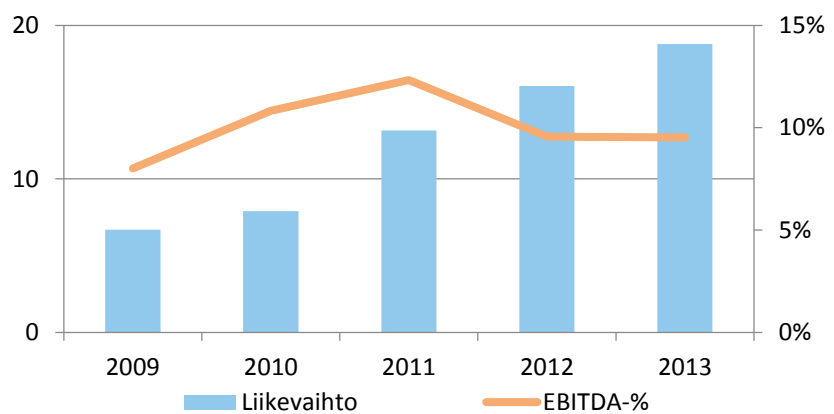
5.1 Historiallinen kehitys

Siilin historiallinen taloudellinen kehitys on moitteetonta

Kasvu on ollut hallitun orgaanisen ja epäorgaanisen kasvun yhdistelmä

Siilin historiallinen taloudellinen kehitys on moitteetonta. Yhtiö on kasvanut vuodesta 2009 noin 30 % vuosivauhtia ja EBITDA-% on ollut jokaisena vuotena 8-12 % haarukassa. Tämä tukee arviotamme, jonka mukaan yhtiön nykyisellä liiketoimintamallilla EBITDA-%:n ei pitäisi kulurakenteen joustavuuden johdosta laskea kovinkaan paljon alle 8 %:n edes heikossa suhdanteessa. Toisaalta kulurakenne joustaa myös ylöspäin, minkä johdosta yli 12 % EBITDA-taso edellyttää erittäin hyvää kysyntätilannetta. Yhtiön kasvu on ollut hyvin hallittu orgaanisen ja epäorgaanisen kasvun yhdistelmä. Kuluvalle vuodelle Siili ohjeistaa liikevaihdon kasvavan yli 25 miljoonaan euroon edellisvuoden 18,8 miljoonasta eurosta. Käyttökateen yhtiö odottaa olevan yli 2,5 miljoonaa euroa, joten EBITDA-% säilynee 10 % tuntumassa.

Tuloksen ja kannattavuuden kehitys 2009-2013



Lähde: Siili Solutions

Keveyen taseen ansiosta yhtiön ROE-% on korkea

Vähän pääomaa sitovan liiketoimintamallin ja keveyen taseen ansiosta Siili ylittää vahvoihin pääoman tuottolukemiin. Yhtiön oman pääoman tuottoaste (ROE-%) oli 80 % tasolla vuosina 2009 ja 2010. Yrityskaupoista taseeseen kertyneen liikearvon takia ROE-% on laskenut noin 30 % tasolle.

2013 yhtiön kasvu hidastui 17 %:iin

Kasvua hidasti finanssisektorin jarrutus alkuvuonna

Vuonna 2013 Siili jatkoi positiivista kehitystään, mutta yhtiön kasvu hidastui 17 %:iin. Kesällä tehdyn Comvise-yrityskaupan vaikutus liikevaihtoon oli 0,9 miljoonaa euroa ja tämä huomioiden Siilin orgaaninen kasvu oli 11,5 %, mikä on orgaanisena kasvulukemana hyvä, mutta yhtiön 20 %:n tavoitetason alapuolella. Yhtiö kärsi alkuvuonna 2013 finanssisektorin kysynnän nopeasta heikentymisestä, mutta muiden sektoreiden kysyntä riitti paikkaamaan tätä. Finanssisektorin jarrutuksen takia yhtiö kuitenkin hidasti rekrytointejaan alkuvuonna 2013, mikä heijastui alentavasti toisen vuosipuoliskon liikevaihtoon. Yhtiö palasi vuoden 2013 toisella puoliskolla taas normaaliin rekrytointivauhtiin, mikä alkaa heijastua yhtiön liikevaihtoon 2014 ensimmäisellä puoliskolla. Vuoden 2013 EBITDA oli 1,8 miljoonaa euroa ja 9,5 % liikevaihdosta.

Siilin tilinpäätös laaditaan FAS:n mukaan, minkä johdosta yhtiö poistaa liikearvoa toisin kuin muut pörssiyritykset

Liikearvopoistot rasittivat 2013 EBIT-%:ia 1,9 prosenttiyksikköä

Yhtiön tulosta tarkasteltaessa on tärkeä huomata, että Siilin tilinpäätös laaditaan FAS-kirjanpitolainsäädännön mukaan, mikä poikkeaa pörssin normaalista IFRS-käytännöstä. Konkreettinen ero tässä on se, että Siili poistaa yrityskaupoista syntyneitä liikearvoa taseestaan, kun taas normaalisti pörssiyritykset vain testaavat liikearvojen alaskirjaustarvetta ja tekevät poistoja alaskirjaustarpeen mukaan. Tämän johdosta Siilin nettotulos ja liikevoitto-% näyttävät heikommilta kuin pörssilistatuilla kilpailijoilla. Yhtiö poisti viime vuonna 0,36 miljoonaa euroa liikearvoa, mikä esimerkiksi heikensi liikevoitto-%:ia 1,9 prosenttiyksikköä. Käsittelemme analyysissämme Siilin tulosta pääsääntöisesti liikearvopoistoista oikaistuna vertailukelpoisuuden nimissä.

5.2 Tase ja rahoitusasema

Yhtiön taseessa ei ole pommien riskiä

Siili on sijoittajalle siitä kiitollinen yhtiö, että yhtiön taserakenne on hyvin yksinkertainen eikä taseessa ole minkäänlaisia riskitekijöitä sisältäviä omaisuuseriä. Yhtiön liiketoimintamalli sitoo hyvin vähän pääomaa, mikä mahdollistaa myös sen, että Siili on päässyt ja tulee pääsemään erittäin korkeisiin pääoman tuottolukemiin.

Yhtiö on nettovelaton ja kassatilanne vahva

Siilin tase on vahva ja nettovelaton. Vuoden 2013 lopussa Siilin omavaraisuusaste oli 54 % ja nettovelkaantumisaste -56 %. Yhtiön rahavarat vuoden lopussa olivat 2,6 miljoonaa euroa. Kassatilanne yhdessä liiketoiminnan hyvän rahavirran kanssa antaa yhtiölle hyvin liikkumavaraa yrityskauppojen toteuttamiseen vaarantamatta yhtiön osingonmaksukykyä. Siilin osingonjakopolitiikkana on jakaa tuloksesta 30-70 % osinkoina ja yhtiön osingonjakosuhte on ollut viime vuosina haarukan yläpäässä.

Siilin tase 31.12.2013

Varat	FY13	Oma pääoma ja velat	FY13
Aineelliset käyttöomaisuushyödykkeet	0.2	Oma pääoma yhteensä	4.6
Liikearvo	1.9	Lainat rahoituslaitoksilta	0.0
Muut aineettomat hyödykkeet	0.0	Ostovelat ja muut velat	3.9
Pysyvät vastaavat yhteensä	2.0	Tase Yhteensä	8.5
Myyntisaamiset ja muut saamiset	3.9		
Rahavarat	2.6		
Pysyvät vastaavat yhteensä	6.5		
Tase Yhteensä	8.5		
Omavaraisuusaste-%	54 %	Osakkeiden lukumäärä MKPL	1.7
Gearing-%	-56 %	Osakekohtainen oma pääoma EUR	2.67
Liikearvo/oma pääoma	40 %		

Lähde: Siili Solutions

6. Ennusteet ja arvostus

6.1 Ennusteet

Siili raportoi tuloksensa puolivuositain

Arvioimme Siilin vakaan kasvu- ja kannattavuuskehityksen jatkuvan lähivuosien ennusteissamme, vaikka olemme hieman yhtiön omia tavoitetasoja varovaisempia kasvun suhteen. Tulosennusteemme toimivat yhtiön osakkeen arvonmäärityksen ja tavoitehintamme perustana. Sijoittajan on tärkeä huomata, että Siili raportoi tuloksensa puolivuositain.

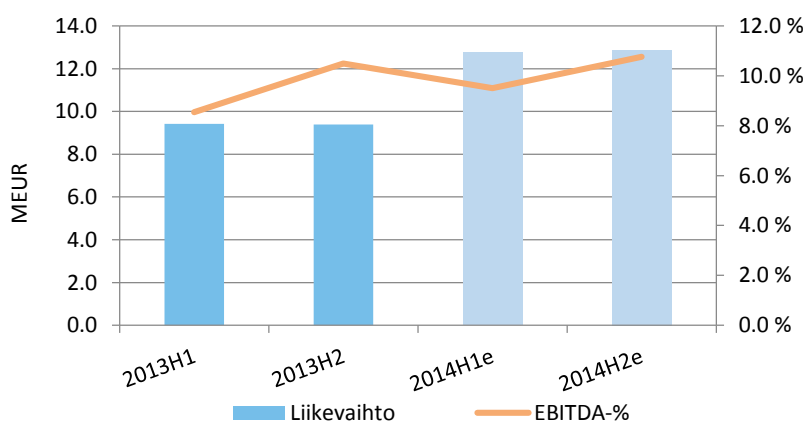
2014 Ennusteet

Ohjeistus: 2014 liikevaihto yli 25 MEUR ja EBITDA yli 2,5 MEUR

Ennusteemme: liikevaihto 25,6 MEUR ja EBITDA 2,6 MEUR

Siilin virallisen ohjeistuksen mukaan yhtiön 2014 liikevaihto on yli 25 miljoonaa euroa ja EBITDA yli 2,5 miljoonaa euroa. Kasvua tulevat tänä vuonna vauhdittamaan Comvise ja Codebakers -yrityskaupat, mutta liikevaihto-ohjeistus edellyttää arviomme mukaan myös kohtalaista, vähintään 5-10 % luokassa olevaa orgaanista kasvua. Kannattavuuden osalta uskomme yhtiöllä olevan hyvät edellytykset ylläpitää noin 10 %:n käyttökatetta. Kannattavuutta tukee etenkin Comvise-yrityskauppa, sillä Comvise on erittäin kannattava yhtiö (EBITDA yli 30 %). Toisaalta suhteellista kannattavuutta voi painaa etenkin Codebakers, jonka EBITDA oli ostohetkellä nollassa. Codebakers-integraation johdosta odotamme 2014 tuloksen painottuvan lievästi H2:lle. Ennustamme liikevaihdon olevan H1:llä 12,8 MEUR ja 12,9 MEUR H2:lla ja vastaavien käyttökatteiden olevan 1,2 MEUR ja 1,5 MEUR. Koko vuoden ennusteemme vastaavat 36 %:n liikevaihdon kasvua ja 10,1 %:n EBITDA-tasoa. Vuoden 2013 EPS-ennusteemme on 1,15 euroa (oikaistu liikearvopoistoista) ja arvioimme yhtiön jakavan osinkoa 65 %:n osingonjakosuhteen mukaan, mikä vastaisi 0,55 euron osinkoa per osake.

2014 tulosennusteet vuosipuoliskoittain



Lähde: Inderes

Pitkän aikavälin ennusteet

Arvioimme Siilin yltävän lähivuosian 8-12 % orgaaniseen kasvuun

Odotamme EBITDA-tason pysyvän 10 % tuntumassa

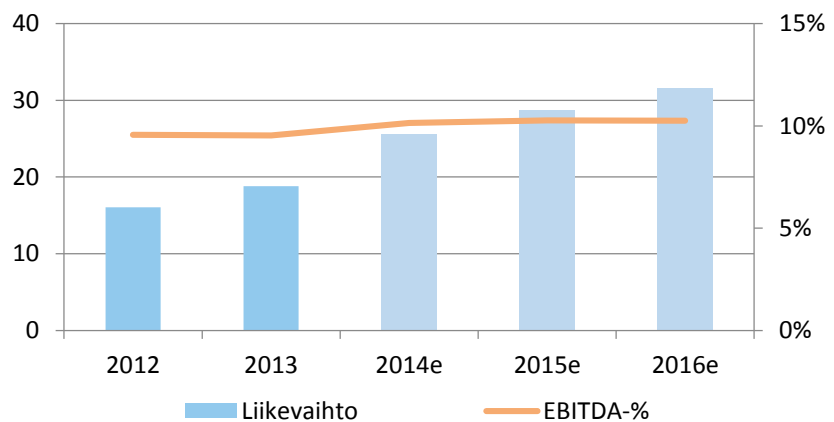
Osinko kasvaa FY13: 0,41 EUR, FY14e: 0,55 EUR, FY15e: 0,67 EUR

Yhtiön kannattavuuden syklien pitäisi olla melko loivia toimintamallin johdosta

Vuoden 2014 jälkeen ennusteemme ovat vakaat. Arvioimme yhtiön yltävän lähivuosina markkinakasvua nopeampaan 8-12 %:n orgaaniseen vuosikasvuun. Ennusteemme eivät luonnollisesti pidä sisällä oletuksia yrityskaupoista, vaan ne perustuvat Siilin nykyiseen rakenteeseen ja orgaaniseen kasvuun. Arvioimme yhtiön EBITDA-tason säilyvän noin 10 %:n tuntumassa. Liikevaihdon kasvu ei johda ennusteissamme yhtiön kannattavuuden merkittävään skaalautuvuuteen, sillä henkilöstökulut nousevat liikevaihdon mukana. Ennusteissamme yhtiön nykyinen rakenne saavuttaa 31,6 MEUR:n liikevaihdon ja 3,2 MEUR:n käyttökateen 2016. Ennusteissamme 2015 liikearvopoistoista oikaistu EPS nousee 1,30 euroon (2014e: 1,15 EUR) ja 70 %:n osingonjako-suhteella osinko on 0,67 euroa (2014e: 0,55 EUR). Korkeasta osingonjako-suhteesta huolimatta yhtiön tase ja kassa vahvistuvat selvästi ennusteperiodilla johtuen liiketoiminnan vahvasta rahavirrasta ja pienestä investointitarpeesta.

Siilin joustavan kulurakenteen johdosta yhtiön kannattavuuden syklien pitäisi olla toimialan keskimääräistä huomattavasti pienemmät. Toisaalta kulurakenne joustaa myös ylöspäin, mikä rajoittaa yhtiön kannattavuuspotentiaalia. Arvioimme mukaan Siilin on hyvin haastavaa saavuttaa yli 15 %:n EBITDA-tasoa, mutta toisaalta EBITDA:n lasku alle 5 %:n tasolle vaatisi jo poikkeuksellisen heikkoa kysyntätilannetta.

Liikevaihto- ja EBITDA-% -ennusteet 2012-2016e



Lähde: Inderes

6.2 Osakkeen arvostus

Siilin osake on houkuttelevasti hinnoiteltu ennusteidemme valossa

Kuluvan vuoden oikaistu P/E on 9,6x ja EV/EBITA 7x

Siilin osake on houkuttelevasti hinnoiteltu tulosennusteidemme valossa. Yhtiön arvostusta tarkasteltaessa on huomioitava, että liikearvopoistot on syytä oikaista tuloslaskelmasta, jotta arvostus olisi vertailukelpoinen muun pörssin kanssa. Viimeisen 12 kuukauden tuloksesta laskettu oikaistu P/E on 13x. Vastaavasti kuluvan vuoden ennusteita laskettuna P/E painuu tuloskasvun myötä 9,8x tasolle. Kuluvan vuoden ennusteellamme osakkeen EV/EBITDA- ja EV/EBITA -luvut ovat myös houkuttelevalla 7x tasolla. Jälleen kerran, käytämme EV/EBITA-lukua EV/EBIT:n sijaan, jotta liikearvopoistojen oikaisu tulee huomioiduksi.

Mielestämme Siilin osaketta tulisi hinnoitella vähintään noin 11-13x P/E-luvulla

Huomioiden Siilin kasvunopeus ja liiketoimintamallin pieni riskitaso, mielestämme osaketta tulisi hinnoitella vähintään noin 11-13x tasolla olevilla P/E-luvuilla. Siten pelkkä arvostuskertoimien ”normalisoituminen” yhtiön oikeaa hinnoittelua vastaavalle tasolle tarkoittaisi 15-35 % nousupotentiaalia nykykurssille. Uskomme, että Siilin osakkeessa tulee tapahtumaan arvostuskertoimien tasokorjaus, kun markkina tulee hahmottamaan yhtiön nykyisen tuloskunnan. Tämän jälkeen luonnollisesti yhtiön tuloskasvu toteutuessaan tulee ajamaan osakkeen nousua.

Matalan tulos pohjaisen arvostuksen lisäksi osake tarjoaa hyvän osinkotuoton

Matalan tulos pohjaisen arvostuksen lisäksi Siili tarjoaa hyvän osinkotuoton. Arvioimme yhtiön ylläpitävän lähes 70 %:n osingonjakosuhdetta lähivuodet (osinkopolitiikka: 30-70 %), jolloin osakkeen osinkotuotto vuodelta 2014 olisi noin 5 %. Tuloskasvun myötä osinkotuotto-% nousee noin prosenttiyksikön portain lähivuosina. Muistutamme kuitenkin, että osingonjako voi myös jäädä pienemmäksi, mikäli yhtiö joutuu käyttämään tulorahoitustaan yrityskauppojen rahoittamiseen.

Siilin arvostuskertoimet

	2012	2013	2014e	2015e	2016e
Osakekurssi	7.59	12.80	11.22	11.22	11.22
EV	9.8	19.5	17.3	16.1	14.8
Markkina-arvo	11.9	22.1	20.2	20.2	20.2
Oma pääoma / osake	1.81	2.67	3.01	3.43	3.90
EV/Sales	0.61	1.04	0.68	0.56	0.47
P/Sales	0.74	1.17	0.79	0.70	0.64
EV/EBITDA	6.4	10.9	6.7	5.5	4.6
EV/EBITA	6.5	11.2	6.9	5.7	4.8
P/E	15.7	21.2	13.2	11.5	9.8
P/E (oikaistu)	12.3	15.7	9.8	8.7	8.0
P / Book	4.2	4.8	3.7	3.3	2.9
Osinko per osake	0.33	0.41	0.55	0.67	0.79
Osinkotuotto-%	4.3 %	3.2 %	4.9 %	6.0 %	7.1 %

Lähde: Inderes

6.3 Arvostuksen asemointi ja vertailuryhmä

Siilin arvostusta tulee tarkastella palveluliiketoiminnan näkökulmasta

Tarkastelemme Siilin arvostustasoa puhtaasti palveluliiketoiminnan näkökulmasta. Yhtiöllä ole selkeitä vahvoja tai kestäviä kilpailuetuja (kuten omat teknologiat) ja yhtiön liiketoiminta ei ole skaalautuvaa. Tämän johdosta osakkeelle ei voida missään vaiheessa hyväksyä erityisen korkeita tulos pohjaisia arvostuskertoimia eikä osaketta tule verrata ohjelmistoyhtiöiden arvostustasoihin. Esimerkiksi yli 15x tasolla olevan P/E-luku tai yli 9x tasolla olevan EV/EBITDA-luku vaatisivat jo erittäin vahvoja perusteluita, jotta arvostusta voitaisiin pitää hyväksyttävänä. Osakkeen tulos pohjaista arvostusta kuitenkin tukee yhtiön voimakas orgaaninen kasvunopeus sekä kyky tehdä omistaja-arvoa luovia yrityskauppoja. Osakkeen arvostusta alentava tekijä on yhtiön pienestä koosta ja osakkeen heikosta likviditeetistä johtuva riskipremio, mitä kuitenkin pienentää yhtiön pieniriskinen liiketoimintamalli.

Yhtiön arvostusta tukee vahva orgaaninen kasvu

Arvostusta alentaa heikko likviditeetti ja yhtiön pieni koko

Eri sijoittajaprofiilin IT-palveluyhtiöt

	Siili	Innofactor	Affecto	Tieto
Kokoluokka	Pieni (<100 MEUR)	Pieni (<100 MEUR)	Keskisuuri (>100 MEUR)	Suuri (>1 mrd. EUR)
Teknologia	Riippumaton	Microsoft	Riippumaton	Riippumaton
Omaa ohjelmistoliiketoimintaa	Ei	Hieman	Ei	n. 1/4 liikevaihdosta
Osaamisalueet	Koko IT-järjestelmän kattavat palvelut	Koko IT-järjestelmän kattavat palvelut	Erikoitumisalue: EIM	Generalisti
Kasvu	Voimakas	Voimakas	Kohtalainen	Heikko/Negatiivinen
EBITDA-%	~10 %	~10 %	~9 %	~12 %
P/E 2014e	9x	15x	13x	13x
EV/EBITDA 2014e	6x	9x	7x	7x
Osinko-% 2014e	5 %	0 %	5 %	5 %

Lähde: Inderes, Capital IQ

Vertailuryhmä

Siilin osaketta hinnoitellaan alle Pohjoismaisen vertailuryhmän

Pohjoismaisen IT-palvelusektorin yhtiöt hinnoitellaan P/E ja EV/EBITDA -mittareilla katsottuna melko tiiviiseen ryhmään ja kertoimien hajonta on suhteellisen pientä. Siten vertailuryhmän arvostus antaa melko hyvin tukea yhtiöiden arvostustasoa tarkasteltaessa. Siilin osaketta hinnoitellaan kaikilla mittareilla alle yhtiön vertailuryhmän.

Vertailuryhmän arvostuskertoimet

Vertailuryhmä 14.5.2014

Ennusteet: Thomson Reuters

	P/E		EV/EBITDA	
	2014e	2015e	2014e	2015e
Affecto	16.2	8.0	7.6	5.7
Atea	14.6	12.1	8.3	7.2
Bouvet	12.4	10.4	6.8	5.7
Connecta AB	8.5	7.5	6.4	5.7
Data Respons ASA	13.6	12.4	8.4	7.7
Digia	18.8	13.2	9.3	8.1
EVERY ASA	6.3	5.7	4.6	4.2
Enea AB	14.1	12.3	8.6	7.8
Innofactor *	15.5	12.1	9.6	7.1
HIQ International AB	13.2	9.7	8.8	6.9
Know IT AB	13.3	12.6	6.9	6.5
Siili*	9.8	8.7	6.7	5.5
Tieto *	12.7	12.1	7.1	6.4
MEDIAANI	13.3	12.1	7.6	6.5
KESKIARVO	13.0	10.5	7.6	6.5

*Inderes ennuste

Lähde: Thomson Reuters / Inderes

6.4 DCF-analyysi

DCF-mallimme osakekohtainen arvo on 14,7 EUR

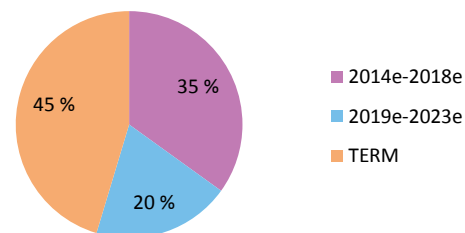
DCF-mallimme arvo Siilin osakekohtaiselle arvolle on 14,7 euroa. Malli olettaa yhtiön yltävän vuosina 2015-2017e noin 8-12 %:n orgaaniseen kasvuun ja 10 %:n EBITDA-tasoon. Tämän jälkeen yhtiön kasvu tasaantuu 3 %:n tuntumaan ja EBITDA laskee noin 6-7 %:n tuntumaan periodilla 2018-2023.

Ikuisuusoletuksen painoarvo arvonmäärityksessä on 43 %. Käyttämämme diskonttaus korko (WACC) on 9,7 %. Olemme rakentaneet mallin melko konservatiivisten oletusten pohjalta, mutta muistutamme menetelmän olevan erittäin herkkä oletusten muutoksille.

Eri sijoittajaprofiilin IT-palveluyhtiöt

Kassavirtalaskelma (MEUR)	2013	2014e	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	TERM
Liikevoitto	1.4	2.0	2.3	2.7	3.0	3.2	3.0	2.7	2.7	2.0	2.1	
+ Kokonaispoistot	0.4	0.6	0.7	0.6	0.5	0.5	0.4	0.4	0.4	0.3	0.3	
- Maksetut verot	-0.3	-0.4	-0.5	-0.6	-0.7	-0.7	-0.6	-0.6	-0.6	-0.4	-0.5	
- verot rahoituskuluista	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
+ verot rahoitustuot	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
- Käyttöpääoman muutos	0.2	0.0	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
Operat. kassavirta	1.7	2.2	2.5	2.7	2.9	2.9	2.7	2.5	2.5	1.9	1.9	
+ 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	-0.7	-1.2	-0.2	-0.3	-0.3	-0.3	-0.3	-0.3	-0.3	-0.1	-0.3	
Vapaa oper. kassavirta	1.0	1.0	2.3	2.5	2.6	2.7	2.5	2.2	2.2	1.8	1.6	
+/- Muut	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
Vapaa kassavirta	1.0	1.0	2.3	2.5	2.6	2.7	2.5	2.2	2.2	1.8	1.6	25.0
Disk. vapaa kassavirta		1.0	1.9	1.9	1.9	1.7	1.5	1.2	1.1	0.8	0.7	10.3
Disk. kum. vap. kassav.		24.0	23.0	21.1	19.2	17.3	15.5	14.1	12.9	11.8	10.9	10.3
Velaton arvo DCF		24.0										
- Korolliset velat		0.0										
+ Rahavarat		2.6										
Oman pääoman arvo DCF		26.6										
Oman pääoman arvo DCF / osake		14.74										
Pääoman kustannus (WACC)												
Vero-% (WACC)												20.0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)												10.0 %
Vieraan pääoman kustannus												5.0 %
Yrityksen Beta												1.00
Markkinoiden riski-preemio												4.8 %
Likviditeettipreemio												1.5 %
Riskitön korko												4.0 %
Oman pääoman kustannus												10.3 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)												9.7 %

Kassavirran jakauma eri vuosille



Lähde: Inderes

Liitteet

Liite 1: Avainluvut ja arvostus

Perusluvut ja ennuste (MEUR)	2011	2012	2013	2014e	2015e	2016e	2017e
Liikevaihto	13.2	16.1	18.8	25.6	28.7	31.6	34.1
Käyttökate	1.6	1.5	1.8	2.6	2.9	3.2	3.5
Liikevoitto	1.4	1.3	1.4	2.0	2.3	2.7	3.0
Käyttöpääoma	-0.1	0.0	-0.4	-0.5	-0.5	-0.6	-0.6
Oma pääoma	1.3	2.8	4.6	5.4	6.2	7.0	8.0
Korolliset velat	0.4	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Taseen loppusumma	4.9	6.1	8.5	10.7	12.1	13.5	15.0
Bruttoinvestoinnit	0.1	0.4	2.1	1.2	0.2	0.3	0.3
Avainluvut ja ennuste	2011	2012	2013	2014e	2015e	2016e	2017e
Liikevaihdon kasvu	66.5 %	22.1 %	17.0 %	36.3 %	12.0 %	10.0 %	8.0 %
Käyttökate-%	12.3 %	9.6 %	9.5 %	10.1 %	10.3 %	10.3 %	10.3 %
Liikevoitto-%	10.9 %	8.0 %	7.3 %	7.6 %	7.8 %	8.4 %	8.9 %
Pääoman kiertonopeus	2.7	2.6	2.2	2.4	2.4	2.3	2.3
ROI %	86.5 %	56.7 %	36.9 %	39.1 %	38.8 %	40.1 %	40.2 %
ROE %	79.9 %	36.6 %	28.0 %	30.5 %	30.3 %	31.3 %	31.4 %
Omavaraisuusaste	26.4 %	46.8 %	54.0 %	50.8 %	51.2 %	52.1 %	53.3 %
Nettovelkaantumisaste	-62.0 %	-74.9 %	-56.2 %	-53.4 %	-67.4 %	-76.8 %	-83.2 %
Liikevaihto/henkilö (MEUR)	0.11	0.11	0.11	0.10	0.11	0.11	0.11
Osakekohtaiset tunnusluvut	2012	2013	2014e	2015e	2016e	2017e	
Oma pääoma	1.81	2.67	3.01	3.43	3.90	4.42	
EPS	0.48	0.60	0.85	0.97	1.15	1.31	
Oikaistu EPS	0.62	0.81	1.15	1.30	1.40	1.51	
Osinko per osake	0.33	0.41	0.55	0.67	0.79	0.90	
Arvostus	2012	2013	2014e	2015e	2016e	2017e	
EV/Sales	0.61	1.04	0.68	0.56	0.47	0.40	
P/Sales	0.74	1.17	0.79	0.70	0.64	0.59	
EV/EBITDA	6.4	10.9	6.7	5.5	4.6	3.9	
EV/EBITA	6.5	11.2	6.9	5.7	4.8	4.0	
P/E	15.7	21.2	13.2	11.5	9.8	8.6	
P/E (oikaistu)	12.3	15.7	9.8	8.7	8.0	7.4	
P / Book	4.2	4.8	3.7	3.3	2.9	2.5	
Osinko per osake	0.33	0.41	0.55	0.67	0.79	0.90	
Osinkotuotto-%	4.3 %	3.2 %	4.9 %	6.0 %	7.1 %	8.0 %	

Liite 2: Tulosennuste

MEUR	2010	2011	2012H1	2012H2	2012	2013H1	2013H2	2013	2014H1e	2014H2e	2014e	2015e	2016e	2017e
Liikevaihto	7.90	13.16	7.70	8.37	16.07	9.41	9.38	18.80	12.76	12.87	25.63	28.70	31.57	34.10
Liiketoiminnan muut tuotot	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
Materiaalit ja palvelut	-0.93	-2.68	-1.68	-1.48	-3.16	-1.23	-1.26	-2.49	-1.66	-1.42	-3.07	-3.44	-3.47	-3.41
Bruttomarginaali-%	88 %	80 %	78 %	82 %	80 %	87 %	87 %	87 %	87 %	89 %	88 %	88 %	89 %	90 %
Henkilöstökulut	-5.03	-7.72	-4.57	-5.36	-9.93	-6.60	-6.34	-12.93	-8.78	-8.96	-17.74	-19.76	-22.02	-24.09
Liiketoiminnan muut kulut	-1.09	-1.13	-0.68	-0.77	-1.44	-0.78	-0.81	-1.59	-1.11	-1.11	-2.22	-2.55	-2.84	-3.07
EBITDA	0.85	1.62	0.77	0.76	1.54	0.80	0.99	1.79	1.21	1.39	2.60	2.94	3.24	3.53
Poistot	-0.12	-1.08	-0.12	-0.13	-0.25	-0.12	-0.30	-0.42	-0.32	-0.32	-0.64	-0.69	-0.59	-0.51
EBIT	0.74	0.54	0.66	0.64	1.29	0.68	0.69	1.37	0.89	1.07	1.96	2.25	2.65	3.02
EBIT-%	9.3 %	4.1 %	8.5 %	7.6 %	8.0 %	7.3 %	7.4 %	7.3 %	7.0 %	8.3 %	7.6 %	7.8 %	8.4 %	8.9 %
EBITDA-%	10.8 %	12.3 %	10.1 %	9.1 %	9.6 %	8.5 %	10.5 %	9.5 %	9.5 %	10.8 %	10.1 %	10.3 %	10.3 %	10.3 %
Kertaluonteiset erät	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
EBIT ilman kertaeriä	0.74	0.54	0.66	0.64	1.29	0.68	0.69	1.37	0.89	1.07	1.96	2.25	2.65	3.02
EBITDA ilman kertaeriä	0.85	1.62	0.77	0.76	1.54	0.80	0.99	1.79	1.21	1.39	2.60	2.94	3.24	3.53
EBIT-% ilman kertaeriä	9.3 %	4.1 %	8.5 %	7.6 %	8.0 %	7.3 %	7.4 %	7.3 %	7.0 %	8.3 %	7.6 %	7.8 %	8.4 %	8.9 %
EBITDA-% ilman kertaeriä	10.8 %	12.3 %	10.1 %	9.1 %	9.6 %	8.5 %	10.5 %	9.5 %	9.5 %	10.8 %	10.1 %	10.3 %	10.3 %	10.3 %
	2010	2011	2012H1	2012H2	2012	2013H1	2013H2	2013	2014H1e	2014H2e	2014e	2015e	2016e	2017e
Liikevaihdon kasvu y-o-y-%	66.5 %	19.2 %	24.9 %	22.1 %	22.3 %	12.2 %	17.0 %	35.5 %	37.2 %	36.3 %	12.0 %	10.0 %	8.0 %	
Bruttomarginaali-%	88.2 %	79.6 %	78.2 %	82.3 %	80.4 %	86.9 %	86.6 %	86.8 %	87.0 %	89.0 %	88.0 %	88.0 %	89.0 %	90.0 %
Henkilöstökulut -%	-63.6 %	-58.7 %	-59.4 %	-64.1 %	-61.8 %	-70.1 %	-67.5 %	-68.8 %	-68.8 %	-69.6 %	-69.2 %	-68.8 %	-69.7 %	-70.7 %
Poistot -%	-1.5 %	-8.2 %	-1.5 %	-1.5 %	-1.5 %	-1.3 %	-3.1 %	-2.2 %	-2.5 %	-2.5 %	-2.5 %	-2.4 %	-1.9 %	-1.5 %
Liiketoiminnan muut kulut -%	-13.8 %	-8.6 %	-8.8 %	-9.2 %	-9.0 %	-8.3 %	-8.6 %	-8.5 %	-8.7 %	-8.6 %	-8.6 %	-8.9 %	-9.0 %	-9.0 %
Henkilöstö			125	149		154	175		234	249		260	286	309
Henkilöstökulut per henkilö TEUR			-36.6	-36.0		-42.8	-36.2		-37.5	-36.0		-76.0	-77.0	-78.0

Liite 3: Tase

Vastaavaa (MEUR)	2011	2012	2013	2014e	2015e	2016e	Vastattavaa (MEUR)	2011	2012	2013	2014e	2015e	2016e
Pysyvät vastaavat	0.6	0.8	2.5	3.0	2.5	2.2	Oma pääoma	1.3	2.8	4.6	5.4	6.2	7.0
Liikearvo	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	Osakepääoma	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
Aineettomat oikeudet	0.5	0.6	1.9	2.3	1.8	1.5	Kertyneet voittovarat	0.8	1.0	1.5	2.3	3.1	3.9
Käyttöomaisuus	0.1	0.1	0.2	0.2	0.3	0.3	Omat osakkeet	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	Uudelleenarvostusrahasto	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Muut sijoitukset	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	Muu oma pääoma	0.4	1.8	3.0	3.0	3.0	3.0
Muut pitkäaikaiset varat	0.0	0.0	0.4	0.4	0.4	0.4	Vähemmistöosuus	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Laskennalliset verosaamiset	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	Laskennalliset verovelat	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Vaihtuvat vastaavat	4.3	5.3	6.5	7.8	8.7	9.5	Varaukset	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Varastot	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	Pitkäaikaiset velat	0.3	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Muut lyhytaikaiset varat	0.0	0.0	0.4	0.4	0.4	0.4	Lainat rahoituslaitoksilta	0.3	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Myyntisaamiset	3.1	3.2	3.5	4.8	5.4	5.9	Vaihtovelkakirjalainat	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Likvidit varat	1.2	2.1	2.6	2.6	2.9	3.2	Muut pitkäaikaiset velat	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Taseen loppusumma	4.9	6.1	8.5	10.7	12.1	13.5	Lyhytaikaiset velat	3.4	3.2	3.9	5.3	5.9	6.5
							Lainat rahoituslaitoksilta lyh.	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
							Lyhytaikaiset korottomat velat	3.2	3.2	3.9	5.3	5.9	6.5
							Muut lyhytaikaiset velat	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
							Taseen loppusumma	4.9	6.1	8.5	10.7	12.1	13.5

Liite 4: Omistajarakenne

Suurimmat osakkeenomistajat 31.3.2014	-% osakkeista
1 Gtw Group Oy	19.7 %
2 Erina Oy	16.8 %
3 Kesk. Eläkevaikutusyhtiö Ilmarinen	4.1 %
4 Kuula Seppo Ensio	3.8 %
5 Santava Oy	3.2 %
6 Narvanto Kirsi Annuli	2.6 %
7 Siitonen Jari	2.4 %
8 Toivanen Sakari	2.1 %
9 Tivoli12 Holding Oy	1.9 %
10 Ernst Raimond Jacobus	1.9 %

Vastuuvapauslauseke

Disclaimer

Raporteilla esitettävä informaatio on hankittu useista eri julkisista lähteistä, joita Inderes pitää luotettavana. Inderesin pyrkimyksenä on käyttää luotettavaa ja kattavaa tietoa, mutta Inderes ei takaa esitettyjen tietojen virheettömyyttä. Mahdolliset kannanotot, arviot ja ennusteet ovat esittäjien 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/kannottojen mahdollisista muutoksista.

Mahdolliset kannanotot, arviot ja ennusteet ovat esittäjien näkemyksiä. Inderes ei vastaa esitettyjen tietojen sisällöstä tai paikkansapitävyydestä. Inderes tai sen työntekijät eivät myöskään vastaa tämän raportin perusteella tehtyjen päätösten 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/kannottojen 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 neuvonantaja. Asiakas vastaa sijoituspäätöksensä tekemisestä ja niiden taloudellisesta tuloksesta.

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

Inderes antaa seuraamilleen osakkeille tavoitehinnan. Inderesin käyttämä suositusmetodologia perustuu osakkeen tämänhetkisen hinnan ja 12 kuukauden tavoitehintamme väliseen prosenttiero. Suosituspolitiikka on neliportainen suosituksin myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään neljä 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 arvon mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonmäärittämenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF) ja lisäarvomalli (EVA), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi.

Käytettävät arvonmäärittämenetelmät ja tavoitehinnan perusteet ovat aina yhtiökohtaisia ja voivat vaihdella merkittävästi riippuen yhtiöstä ja (tai) toimialasta.

Inderesin suosituspolitiikka perustuu seuraavaan jakaumaan suhteessa osakkeen nousuvaraan 12-kk tavoitehintaan:

Suositus	Nousuvara 12-kk tavoitehintaan
Osta	>15 %
Lisää	5-15 %
Vähennä	-5-5 %
Myy	< -5 %

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:llä ei ole omistuksia kohdeyhtiöissä. Analyysin laatineen analyytikon palkitsemista ei ole suoralla tai epäsuoralla tavalla sidottu annettuun suositukseen tai näkemykseen. Inderes Oy:llä ei ole investointipankkiliikeytoimintaa.

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 Corporate Broking -palveluita, joiden tavoitteena on parantaa yhtiön ja pääomamarkkinoiden välistä kommunikaatiota. Näitä palveluita ovat sijoittajatilaisuuksien ja -tapahtumien järjestäminen, sijoittajaviestinnän liittyvä neuvonanto, sijoitustutkimusraporttien laatiminen. Inderes on tehnyt tässä raportissa suosituksen kohteena olevan laskijan kanssa sopimuksen, jonka osana on tutkimusraporttien laatiminen. Lisätietoa Inderesin tutkimuksesta: <http://www.inderes.fi/research-disclaimer/>

Tiivistelmä

Tuloslaskelma	2011	2012	2013	2014e	2015e
Liikevaihto	13.2	16.1	18.8	25.6	28.7
EBITDA	1.6	1.5	1.8	2.6	2.9
EBITA	1.3	1.1	1.0	1.4	1.7
EBIT	1.4	1.3	1.4	2.0	2.3
Voitto ennen veroja	1.4	1.1	1.4	2.0	2.3
Nettovoitto	1.0	0.8	1.0	1.5	1.8
Satunnaiserät	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Tase	2011	2012	2013	2014e	2015e
Taseen loppusumma	4.9	6.1	8.5	10.7	12.1
Oma pääoma	1.3	2.8	4.6	5.4	6.2
Aineettomat hyödykkeet	0.5	0.6	1.9	2.3	1.8
Korolliset velat	0.4	0.0	0.0	0.0	0.0
Tunnusluvut	2011	2012	2013	2014e	2015e
EBITDA-%	12 %	10 %	10 %	10 %	10 %
EBIT-%	11 %	8 %	7 %	8 %	8 %
ROE-%	80 %	37 %	28 %	30 %	30 %
ROI-%	87 %	57 %	37 %	39 %	39 %

Yhtiökuvaus

Siili Solutions on suomalainen ohjelmistojärjestelmien kehityspalveluita tarjoava yhtiö, joka tuottaa koko tietojärjestelmän kattavia it-asiantuntijapalveluita julkishallinnolle, pankeille, mediaoimialalle ja teollisuudelle. Yhtiö on perustettu vuonna 2005.

Osakekohtaiset luvut	2011	2012	2013	2014e	2015e
EPS		0.48	0.60	0.85	0.97
EPS oikaistu		0.62	0.81	1.15	1.30
Operat. kassavirta per osake		0.69	1.09	1.21	1.39
Tasearvo per osake		1.81	2.67	3.01	3.43
Osinko per osake		0.33	0.41	0.00	0.00
Voitonjako, %		68 %	68 %	65 %	69 %
Osinkotuotto, %		4.3 %	3.2 %	4.9 %	6.0 %
Arvostus	2011	2012	2013	2014e	2015e
P/E (oikaistu)		20.8	13.8	9.8	8.7
P/B		4.2	4.8	3.7	3.3
P/Liikevaihto		0.7	1.2	0.8	0.7
P/CF		11.0	11.8	9.3	8.1
EV/Liikevaihto		0.6	1.0	0.7	0.6
EV/EBITDA		6.4	10.9	6.7	5.5
EV/EBITA		6.5	11.2	6.9	5.7

Yhtiön tiedot

CEO: Seppo Kuula
 CFO: Samuli Siljamäki
 www: www.siili.fi

Suurimmat omistajat

Gtw Group Oy	19.7 %	Kuula Seppo Ensio	3.8 %
Erina Oy	16.8 %	Santava Oy	3.2 %
Kesk. Eläkevuokutusyhtiö Ilmarinen	4.1 %	Narvanto Kirsi Annuli	2.6 %



Inderes Oy

Melkonkatu 22 B

00210 Helsinki, Suomi

Puhelin: +358 10 219 4690

etunimi.sukunimi@inderes.com

www.inderes.fi

ind
r **e**
s

Research never sleeps

twitter.com/inderes