

Innofactor

Yhtiöraportti

6/2017

inde
res.

Houkuttelevat arvoajurit

Innofactorin sijoitusprofiili on muuttunut yhtiön uuden strategian myötä houkuttelevammaksi. Yhtiöllä on nyt koossa hyvä pohjoismainen aihio laajalla maantieteellisellä läsnäololla. Tämän päälle on hyvä rakentaa strategian seuraavaa vaihetta, jossa Innofactorista rakennetaan pohjoismainen toimija vahvalla yhtenäisellä tarjoamalla. Yhtiön arvomuodostus ei ole riippuvainen pelkästään yritysostoissa onnistumisesta, vaan arvoajureita ovat myös orgaaninen kasvu, kannattavuuden parantuminen sekä arvostuskertoimien nousu. Yhtiötä tukee myös IT-palvelumarkkinan vahvat kysyntäfundamentit. Osakekurssin noususta huolimatta Innofactorin arvostustaso on yhä maltillinen varovaisten ennusteiden valossa. Nostamme tavoitehinnan 1,85 euroon heijastellen ennustemuutoksia ja laskemme suosituksen nousun myötä lisää-tasolle.

Perusta luotu, strategian seuraava vaihe käynnistetty

Innofactor on nyt saavuttanut visionsa mukaisen Microsoft-pohjaisten ratkaisujen ykköstoimittajan aseman Pohjoismaissa useiden yrityskauppojen myötä. Innofactorilla on Suomen lisäksi vahva asema myös Ruotsissa sekä pientä jalansijaa Norjassa ja Tanskassa. Innofactorille keskeistä on nyt kyetä rakentamaan yhtiön yrityskaupoista muodostuneesta aihioista yhtenäinen pohjoismainen organisaatio, jolla on yhteinen ja pitkälle tuotteistettu tarjoama. Yhtiön vahvuus verrattuna projektiliiketoiminnassa oleviin IT-konsultteihin on omien ylläpitopalveluiden ja oman tuoteliiketoiminnan tuoma jatkuvuus ja skaalautuvuus, mihin yhtiö panostaa nyt strategiassaan yhä voimakkaammin. Tämä luo hyvät edellytykset yhtiölle parantaa kannattavuutta strategian tavoitteiden mukaisesti.

Markkinafundamentit antavat strategian toteutukselle tukea

IT-palvelumarkkinoiden näkymät ovat vahvat ja Microsoft-ratkaisujen asema markkinassa on näkemyksemme mukaan hyvä. Kysyntää Innofactorin kaltaisille integraattoreille vahvistaa erityisesti organisaatioiden siirtyminen pilviympäristöihin, missä Microsoftin Azure on vahvoilla. Tämä yhdessä ristiinmyynnin ja maiden välisten synergioiden kanssa luo hyvät edellytykset yhtiölle kiihdyttää orgaanista kasvua strategian tavoitteiden mukaisesti.

Odotamme kohtalaista kasvua ja pientä kannattavuusparannusta lähivuosina

Innofactor tavoittelee jopa 20 %:n orgaanista kasvua ja 20 %:n EBITDA-marginaalia vuonna 2020. Kannattavuuden pitäisi kaksinkertaistua nykytasoon nähden. Omat ennusteemme ovat selvästi alle yhtiön taloudellisten tavoitteiden. Odotamme liikevaihdon kasvavan kuluvaan vuonna Lumagate-kaupan vetämänä 17 % ja 8-5 % vuosina 2018-2020. Ennustamme käyttökatemarginaalin nousevan 9,5 %:iin kuluvaan vuonna (8,1 % 2016) ja olevan 11-12 % tasolla vuosina 2018-2020.

Arvostustaso maltillinen

Kokonaisuutena näemme Innofactorissa useita positiivisia arvoajureita ja pidämme osakkeen arvostusta yhä houkuttelevana (2017e P/E 13), vaikka ennusteemme ovat selvästi alle yhtiön tavoitteiden. Siten näemme osakkeessa nousuvaraa hyväksyttävän arvostustason nousun kautta. Suurimpia epävarmuustekijöitä ovat kansainvälisen organisaation rakentamisen onnistuminen ja yrityskauppojen integraation onnistuminen. Riskejä nostaa korkeahko velkavipu (gearing-% 53 % Q1'17).

Analyytikot

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



Mikael Rautanen
+ 358 50 3460321
mikael.rautanen@inderes.fi



Suositus ja tavoitehinta

Lisää

Edellinen: Osta

1,85 EUR

Edellinen: 1,70 euroa

Osakekurssi: 1,66 EUR

Potentiaali: 11 %

Avainluvut

	2016	2017e	2018e	2019e
Liikevaihto	59,6	70,0	75,6	80,1
- kasvu-%	34 %	17 %	8 %	6 %
EBITDA	4,8	6,6	8,0	9,0
- EBITDA-%	8,1 %	9,5 %	10,6 %	11,2 %
Tulos ennen veroja	1,9	3,3	4,7	6,0
Nettotulos	1,5	2,6	3,8	4,8
EPS (oik.)	0,10	0,13	0,16	0,17
	2016	2017e	2018e	2019e
Osakekurssi, EUR	1,15	1,66	1,66	1,66
Markkina-arvo MEUR	38	55	60	62
EV, MEUR	54	70	72	68
P/E (oik.)	11,1	12,7	10,4	9,5
EV/Sales	0,9	1,0	0,9	0,8
EV/EBITDA	8,0	10,6	8,9	7,6
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %

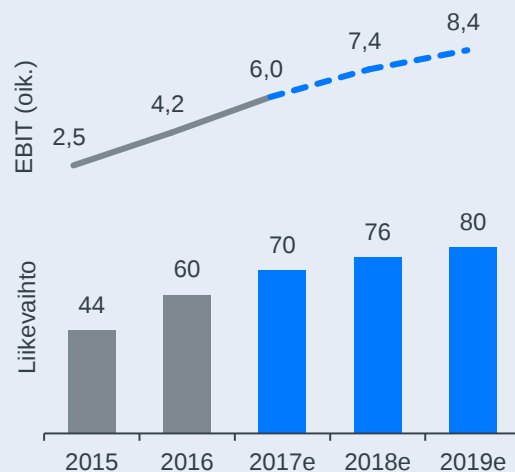
Lähde: Innofactor, Inderes ennuste

Kurssikehitys

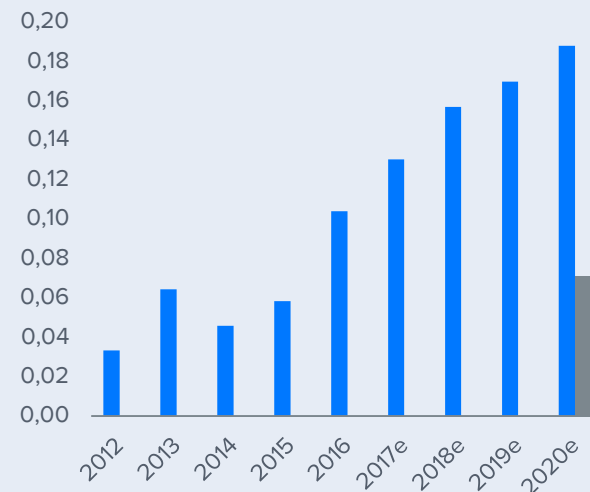


Lähde: Reuters

Liikevaihto ja oikaistu liikevoitto



EPS ja osinko



Arvoajurit

- Orgaanista ja yrityskauppavetoista kasvua
- Kannattavuusparannus
- Hyväksyttävien arvostuskertoimien nousu
- Hyvä track-record yrityskauppavetoisesta kasvusta



Riskitekijät

- Kansainvälistyminen ja yrityskaupat nostavat riskitasoa
- Microsoftin markkina-aseman heikentyminen
- Henkilöstön saatavuus ja omien ohjelmistojen onnistuminen mahdollistamaan kasvun ja kannattavuusparannuksen



Arvostus

- Kurssinousu kuronut kiinni rajuinta aliarvostusta sektoriin verrattuna
- Uuden strategian myötä useampia houkuttelevia arvoajureita
- Konservatiiviset ennusteet

Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	s. 6-11
IT-palvelumarkkinat	s. 12-17
Kilpailu	s. 18-20
Microsoft	s. 21-22
Strategia ja kilpailuedut	s. 23-26
Historiallinen kehitys	s. 27-28
Ennusteet	s. 29-31
Arvonmääritys	s.32-36
Taulukko	s. 37
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	s. 38-39

Innofactor lyhyesti

Innofactor on Suomen johtava Microsoft-ratkaisuihin keskittynyt ohjelmistotoimittaja sekä yksi johtavista toimittajista Pohjoismaiden tasolla.

2000

PERUSTAMISVUOSI

20,6 %

Toimitusjohtajan
omistusosuus

1 markkinaosuus

SUOMEN MICROSOFT-TOIMITTAJA &
JOHTAVA POHJOISMAISSA

60 MEUR (+34 % vs. 2015)

LIKEVAIHTO 2016

4,8 MEUR (8,1 % lv:sta)

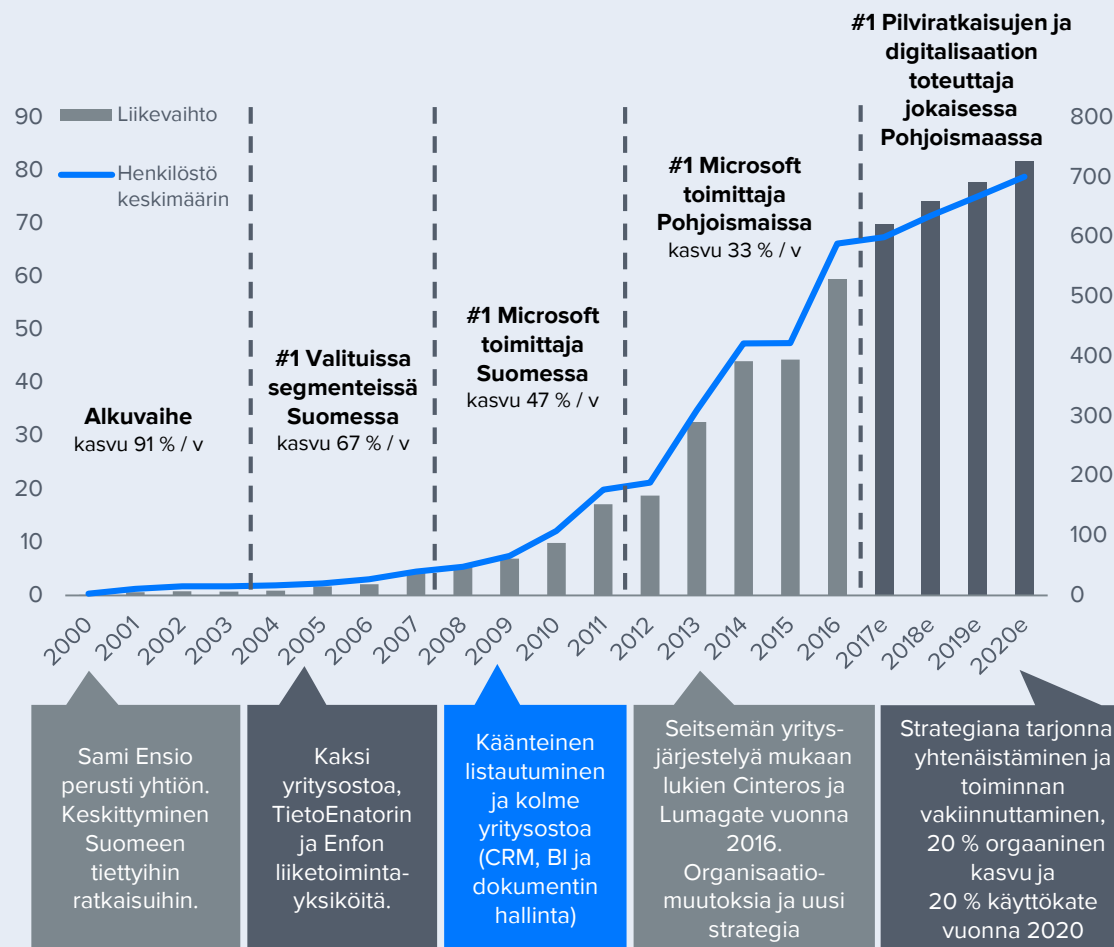
KÄYTTÖKATE 2016

591

HENKILÖSTÖ 2016
LOPUSSA

4 maassa

Suomi, Ruotsi, Norja
ja Tanska



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 1/2

Yrittäjävetoinen kasvuyhtiö

Vuonna 2000 perustettu Innofactor on yksi Pohjoismaiden johtavia Microsoft-ratkaisuihin keskittyneitä ohjelmistotoimittajia. Yhtiön liiketoiminta koostuu järjestelmä-integraattorina toimimisesta IT-projekteissa sekä omien ohjelmistotuotteiden ja -palveluiden kehittämisestä ja myynnistä. Yhtiössä työskentelee yli 600 henkilöä Suomessa, Ruotsissa, Tanskassa ja Norjassa.

Innofactorin nykyinen rakenne on syntynyt lukuisten yrityskauppojen seurauksena. Yhtiö listautui Helsingin pörssiin tekemällä käänteisen listautumisen hankkimalla Westend ICT:n osakekannan vuoden 2010 lopussa. Järjestelyllä yhtiö sai hankittua sen strategiaan hyvin istuvan Documentan -liiketoiminnan sekä pääsi hyödyntämään pörssiä osana kasvurahoitusta. Vuonna 2013 yhtiö lähes kaksinkertaisti kokonsa ostamalla atBusiness Oy:n, joka oli yksi yhtiön keskeisiä kilpailijoita Suomessa. Lisäksi yhtiö on laajentunut Tanskaan kahdella yrityskaupalla. Vuoden 2015 lopulla Innofactor osti Ruotsin johtaviin Microsoft-pohjaisiin ratkaisuihin keskittyneen IT-palveluyhtiö Cinteroksen. Viime vuoden lopulla yhtiö osti pilvipohjaisiin ratkaisuihin erikoistuneen Ruotsissa, Norjassa ja Tanskassa toimivan Lumagaten ja sai samalla tavoittelemansa kattavan pohjoismaisen alustan palveluilleen. Innofactorin perustajayrittäjä Sami Ensio toimii yhtiön toimitusjohtajana ja on myös yhtiön suurin omistaja noin 21 %:n omistusosuudella.

Läsnäolo kaikissa Pohjoismaissa

Innofactorin asiakkaina on yli 1500 yritystä, kolmannen sektorin ja julkishallinnon organisaatiota Suomessa, Ruotsissa, Tanskassa ja Norjassa. Kymmenen suurinta asiakasta toi noin 27 % yhtiön liikevaihdosta Q1'17:lla. Yhtiön

liikevaihto kasvoi viime vuonna yrityskauppojen vetämänä 34 % 60 MEUR:oon. Lumagate-kaupan vaikutusten jälkeen vuoden 2017 ensimmäisellä neljänneksellä yhtiön liikevaihdosta noin 46 % tuli yritysasiakkailta, 33 % julkishallinnosta ja 21 % kolmannelta sektorilta. Lumagaten myötä Innofactorin maantieteellinen hajautus parani myös ja Q1:llä liikevaihdosta 54 % tuli Suomesta, 29 % Ruotsista, 9 % Tanskasta ja 8 % Norjasta. Seuraavaksi yhtiö pyrkii rakentamaan erityisesti yhtenäistä pohjoismaista palvelu- ja tuotetarjontaa.

Liiketoimintamalli

Liiketoimintamalliltaan Innofactor on pääasiassa projektiliiketoimintaa tekevä IT-palveluyhtiö, joka on kehittänyt myös omia skaalautuvia ohjelmistotuoteratkaisuja tukemaan palveluliiketoimintaa. Vuoden ensimmäisen neljänneksen liikevaihdosta 68 % (Q1'16: 61 %) tuli toimitusprojekteista ja konsultoinnista, 11 % (Q1'16: 16 %) jatkuviin sopimuksiin perustuvasta asiantuntijatyöstä, 17 % (Q1'16: 18 %) jatkuviin sopimuksiin perustuvasta palvelu- ja ohjelmistoylläpidosta sekä 4 % (Q1'16: 5 %) lisenssimyynnistä.

Innofactorin ydinliiketoimintaa on toimia Microsoft-ekosysteemissä järjestelmä-integraattorina. Pienehkönä toimijana Innofactorin on erikoistuttava tietyille osaamisalueelle IT-markkinassa, minkä suhteen yhtiö uskoo sen kilpailuedun syntyvän erityisesti Microsoft-ratkaisuihin erikoistumisesta sekä jatkossa yhä enemmän laajasta maantieteellisestä läsnäolosta. Yhtiön ratkaisutarjonta on laaja ja kattaa kaikki keskeiset alueet Microsoftin yritysratkaisuihin. Ratkaisut voidaan toimittaa asiakkaalle Microsoftin pilviympäristöstä tai asiakkaan omasta ympäristöstä. Yhtiön osaamisen tarvetta

lisää jatkossa erityisesti asiakkaiden siirtymä Microsoftin pilviympäristöihin.

Innofactor kehittää myös omia ohjelmistotuotteita tukemaan pohjoismaista järjestelmä-integraattoriliiketoimintaa. Omat tuotteet tuovat kilpailuetua projektiliiketoimintaan ja lisäävät liiketoiminnan skaalautuvuutta. Suuri osa jatkuviin sopimuksiin perustuvasta palvelu- ja ohjelmistoylläpidosta ovat yhtiön omia tuotteita. Siten yhtiön omat tuotteet ja tuotteistetut palvelut tuovat tasaisen ja melko ison tulovirran jo nyt. Nosteessa olevia tuotteita ovat esimerkiksi laadunhallinnan ja sopimushallinnan ohjelmistot. Lisäksi yhtiöllä on vahva oma tuotetarjonta kolmannen sektorin järjestöille erityisesti Ruotsissa.

Innofactorin uuden strategian myötä omien ohjelmistoratkaisujen rooli kasvaa. Innofactorin omien lisenssien myynnin osuus liikevaihdosta oli viime vuonna noin 3 % ja merkittävä osa omasta tuotemyynnistä näkyy ylläpitotuotoissa (17 %). Omien ohjelmistotuotteiden myynti on luonnollisesti täysin skaalautuvaa liikevaihtoa. Innofactor käytti omien ohjelmistotuotteiden tuotekehitykseen viime vuonna 3,4 MEUR, joka vastaa 5,7 % liikevaihdosta (2015: 2,5 MEUR ja 5,6 % liikevaihdosta). Innofactor on aikaisemmin kertonut odottavansa tuotekehityskustannusten nousevan tulevina vuosina jopa lähelle historiallista 10 %:n tasoa yhtiön panostaessa yhä enemmän omiin ohjelmistoihin.

Kolmansien osapuolten lisenssien osuus Innofactorin myynnistä oli viime vuonna noin 2 % (2015: 2 %). Kolmansien osapuolten (käytännössä Microsoft) lisenssien jälleenmyynnissä kate on arviomme mukaan tyypillisesti ollut noin 20 % tuntumassa, mutta jälleenmyynnissä on katteissa voimakkaita laskupaineita koko sektorilla.

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 2/2

IT-palvelujen laaja tarjoama

Innofactorilla on IT-palveluiden laaja elinkaaritarkjoama. Tarjoama sisältää suunnittelua, integraatiota, kehitystä ja ylläpitoa. Koko tarjoamaa kaikilla palveluilla harvoin kuitenkaan myydään kerrallaan, vaan asiakkaat ostavat ensin yhden osan (proof of concept, esimerkiksi projektin) ja tämän jälkeen muita lisäpalveluita (esimerkiksi ylläpitopalveluita).

Projektit ovat yleensä suhteellisen lyhyitä riippuen projektin koosta. Jatkuvat sopimukset taas ovat tyypillisesti 3 vuoden sopimuksia. Sopimusjakson päättyessä sopimus tyypillisesti uusitaan, sillä asiakkaan on vaikeaa ja kallista vaihtaa ja kilpailuttaa ylläpitoa Innofactorin ratkaisuihin. Siten ylläpidossa ei ole vastaavaa kustannuspainetta kuin hyvin vakioituissa ICT-palveluissa. Asiakkuuden kannattavuus tyypillisesti paranee ajan mittaan.

Missio ja Visio

Innofactorin missiona on tuoda esiin organisaatioiden ja ihmisten uniikki potentiaali digitaalisessa maailmassa. Yhtiön visiona on olla johtava pilviratkaisujen ja digitalisaation toteuttaja jokaisessa Pohjoismaassa. Strategian perustana on edelleen voimakas keskittyminen Microsoftin teknologioihin, vaikka yhtiö ei enää sulje pois muiden teknologioiden käyttöä.

Innofactor päivitti viime syksynä strategiansa ja taloudelliset tavoitteensa. Yhtiön uutena pitkän tähtäimen taloudellisena tavoitteena on kasvaa kannattavasti:

- saavuttamalla noin 20 %:n vuosittainen orgaaninen kasvu viimeistään vuonna 2020
- saavuttamalla noin 20 %:n

käyttökatemarginaali (EBITDA) viimeistään vuonna 2020

- pitämällä kassavirta positiivisena ja turvaamalla kaikissa tilanteissa rahoituksellinen vakavaraisuus

Yhtiön historiallinen kasvu on ollut vahvasti yrityskauppavetoista. Arvioimme yhtiön kasvaneen keskimäärin 26 % vuosina 2011-2017, josta arviolta vajaan 20 %-yksikköä on yrityskauppavetoista. Uuden strategian myötä yhtiö odottaa kuitenkin orgaanisen kasvun nousevan suurempaan rooliin ja yrityskauppojen suhteellisen osuuden pienenemään.

Innofactor on jo saavuttanut vahvan aseman kotimarkkinallaan Suomessa ja on nyt myös läsnä muissa Pohjoismaissa. Tämä luo yhtiölle hyvän perustan jatkaa kasvua kansainvälisesti. Tällä hetkellä markkinoilla ei ole muita merkittäviä Pohjoismaiden tasolla toimivia Microsoft-ratkaisuihin erikoistuneita yrityksiä.

Sijoittajaprofiili: nykyisen aihion päälle on hyvä rakentaa

Sijoittajille Innofactor profiloitui nopeasti kasvavana IT-yhtiönä, joka toimii oman segmenttinsä konsolidoijana Pohjoismaissa. Lumagate-yrityskaupan myötä yhtiön sijoittajaprofiili muuttui selvästi kiinnostavammaksi, koska strategian onnistuminen ei ole enää vahvasti hyvien yrityskauppakohteiden löytymisestä kiinni, vaan riippuu enemmän yhtiön taidosta saada nyt rakennettu pohjoismainen toimija yhtenäiseksi, tehokkaaksi kokonaisuudeksi.

Yhtiö tavoittelee lähivuosina voimakasta orgaanista kasvua ja kannattavuuden parantamista, mikä toimii keskeisenä

arvoajurina. Innofactorilla on kohtalaisen hyvä pitkän ajan track-record kasvusta ja erityisesti yritysostovetoisesta kasvusta. Historiassa yhtiö on kuitenkin kasvanut osin kannattavuuden kustannuksella. Uuden strategian myötä yhtiö panostaa nyt enemmän tehokkuuteen, joka syntyy yhtenäistämällä organisaatiota ja maiden välistä tarjoamaa sekä prosesseja. Saavutettuaan edellisen visiona (Microsoft-pohjaisten ratkaisujen ykköstoimittaja Pohjoismaissa) yhtiö tavoittelee jatkossa myös johtavan pilviratkaisujen ja digitalisaation toteuttajan asemaa jokaisessa Pohjoismaassa erikseen.

Innofactorin arvonmuodostus tulee pitkällä aikavälillä näkemyksemme mukaan koostumaan juuri yhtiön kyvystä saada yrityskauppojen ja eri maiden kokonaisuus yhtenäiseksi pohjoismaiseksi toimijaksi. Tämän pitäisi näkyä vahvempana orgaanisena kasvuna ja parempana kannattavuutena. Emme kuitenkaan ennusta yhtiön yltävän omaan kunnianhimoiseen 20 %:n orgaanisen kasvun ja 20 %:n käyttökatemarginaalin tavoitteeseen. Nykyisellä arvostustasolla osakkeessa on kuitenkin selvää nousuvaraa, jos yhtiö pääsee edes puoliväliin tavoitteistaan.

Innofactor henkilöityy vahvasti suurimpaan omistajaan, yhtiön perustajaan ja toimitusjohtajaan Sami Ensioon, joka omistaa Innofactorista noin 21 %. Ensio perusti yhtiön vuonna 2000, minkä jälkeen Innofactor on kasvanut voimakkaasti yritysostoin ja orgaanisesti hänen johdolla. Yhtiössä sijoituskohteena heijastuu mielestämme kasvuhakuisuuden lisäksi siten vahva yrittäjähenkisyys ja kasvollinen omistajuus.

Kumppanit



Microsoft ja muut
teknologiatoimittajat

Ratkaisut

Pohjoismaiden
laajin Microsoft-
ratkaisutarjonta:

- Älykäs pilvi
- Digivisio ja prosessit
- Digitaalinen liiketoiminta
- Joustava työskentely
- Liiketoiminnan tuottavuus

Resurssit



Alihankkijat ja
toimittajat



Asiantuntijat



Omat
ohjelmisto-
tuotteet



Ohjelmisto-
ylläpito ja
muut jatkuvat
palvelut

Kustannus- rakenne

Liiketoimintaidea

Johtava pilviratkaisujen ja
digitalisaation toteuttaja
Pohjoismaissa

Moderni
liiketoimintakokemus



Moderni
organisaatio



INNOFACTOR®

Moderni
pilvikokemus



Moderni
asiakaskokemus



Moderni
työntekijäkokemus



Toimitusmallit

Konsultointi
ja projektit



Omat
ohjelmistotuotteet

Jatkuva
palvelut ja tuki



Go-to-market

Maakohtainen myynti:



Yhteiset toiminnot:

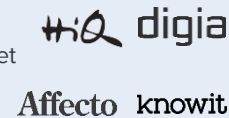
- Tarjonta ja tuotekehitys
- Markkinointi ja viestinnät
- Myynti
- Projektit ja toimitukset
- Jatkuvat palvelut ja tuki

Kilpailu

IT-generalistit



Keskisuuret
IT-talot



ATERA

+pienet erikoistajat

Asiakas- segmentit

21%

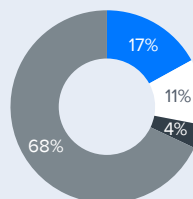
33%

46%

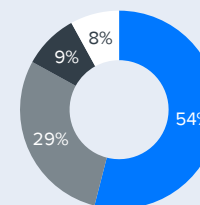
- Yritykset
- Julkishallinto
- Kolmas sektori

Tulovirrat

Liikevaihto 60 m€
EBITDA 5 m€ (2016)



- Jatkuvat sopimukset - palvelut ja ohjelmistoylläpito
- Jatkuvat sopimukset - asiantuntijatyöt
- Lisenssit
- Toimitusprojektit ja konsultointi



- Suomi
- Ruotsi
- Tanska
- Norja

591 hlö (2016)



Asiantuntijat
Suomi, Ruotsi, Tanska ja Norja
(70% kustannuksista)



Alihankkijat ja ostot
(9 %)



Liiketoiminnan
muut kulut
(16 %)



Poistot
(4 %)

58 m€ (2016)

Innofactorin liiketoiminta

Digivisio ja prosessit

Moderni organisaatio

- Asiakashallinta, markkinointi, myynti ja asiakastuki
- Tuotanto, logistiikka, toimitus ja projektit
- Liiketoiminnan ja tuotteiden kehitys sekä innovointi
- Taloushallinto ja liiketoiminnan ennustaminen
- HR, laatu, riskienhallinta, ICT ja lakiasiat

Digitaalinen liiketoiminta

Moderni asiakaskokemus

- Palvelumuotoilu
- Digitaalinen markkinointi
- WWW-sivut ja mobiilisovellukset
- Digitaalinen asiakaspalvelu

Joustava työskentely

Moderni työntekijäkokemus

- Liikkuvan työn tehostaminen
- Digitaalinen yhteistoiminta
- Yritystasoinen kommunikaatio

Liiketoiminnan tuottavuus

Moderni liiketoimintakokemus

- Asiakkuudenhallinta (CRM) ja xRM
- Projektin- ja projektisalkunhallinta (PPM)
- Toiminnanohjaus (ERP) ja räätälöidyt ratkaisut
- Informaation-, asian- ja laadunhallinta
- Business Intelligence (BI)

Älykäs pilvi

Moderni pilvikokemus

- Azuren käyttöpalvelut
- Identiteetinhallinta
- Mobiilitiite- ja sovellus-hallintapalvelut (EMS)
- Operatiiviset hallinta- ja tietoturvapalvelut (OMS)
- Kehittynyt analytiikka, koneoppiminen ja asioiden internet (IoT)

Muutamia henkilöitä



Modernia sisäistä tehokkuutta ja uuden liiketoiminnan luominen

Noin 50 henkilöä



Modernia sisäistä tehokkuutta ja uuden liiketoiminnan luominen

Noin 70 henkilöä



Sisäisen tehokkuuden parantaminen

Noin 320 (300) henkilö



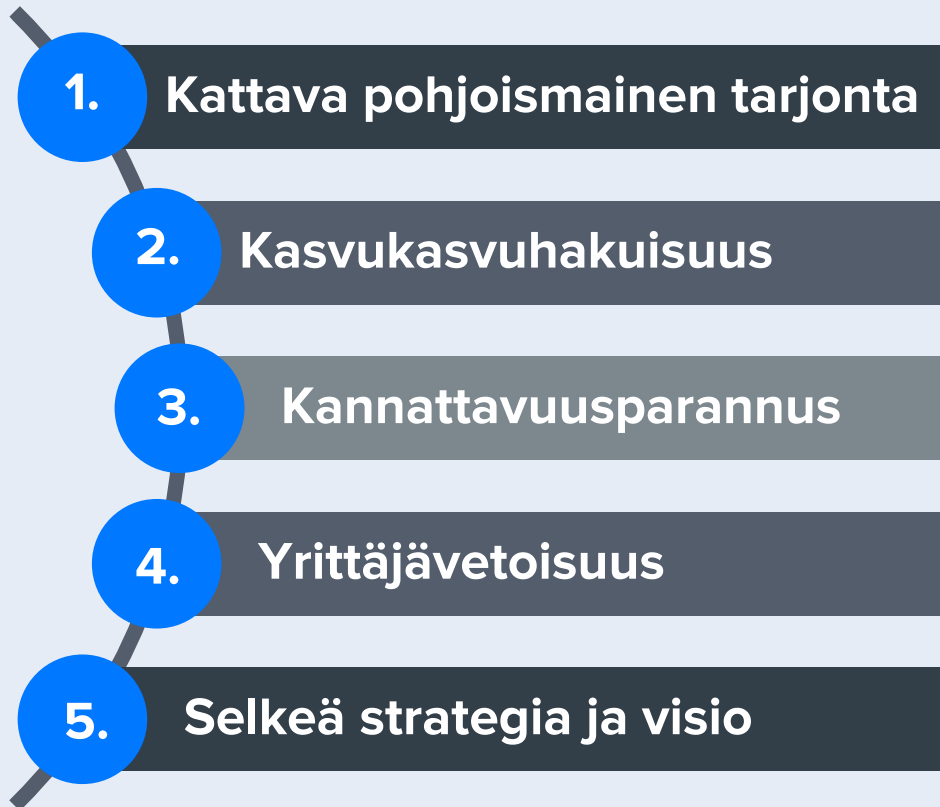
Sisäisen tehokkuuden parantaminen

Noin 140 (60) henkilöä



Modernia sisäistä tehokkuutta

Sijoitusprofiili



Potentiaali

- Vahva orgaaninen ja epäorgaaninen kasvu
- Potentiaalia selvään kannattavuusparannukseen
- Hyväksyttävässä arvostustasossa nousuvaraa
- Markkinat hyvässä vedossa

Riskit

- Kyky rakentaa yhtenäinen pohjoismainen organisaatio
- Kansainvälistyminen ja yrityskaupat nostavat riskitasoa
- Microsoftin markkina-aseman heikentyminen

IT-palvelumarkkinat 1/4

Markkinan koko ja kasvu

Markkina kääntyi hyvään vetoon viime vuonna

Suomen ICT-kokonaismarkkinan koko on Gartnerin (Marketvisio) arvion mukaan noin 6,5 miljardia euroa (sisältäen laitemyynnin), mistä IT-palvelumarkkinan koko on noin puolet. Innofactor arvioi sille relevantin Pohjoismaisen Microsoft-ratkaisujen IT-palvelumarkkinan kooksi 10 miljardia euroa. Ruotsi on yksittäisistä markkinoista suurin.

IT-palvelumarkkinan euromääräisen koon määritelmä on mielestämme hämartyksessä, sillä IT-yhtiöiden toimintakenttä risteää yhä vahvemmin uusien rinnakkaismarkkinoiden kanssa, joita ei ole perinteisesti katsottu kuuluvan IT-markkinoihin (sivu 13). Näitä ovat esimerkiksi design, markkinointi ja palvelumuotoilu. Monien IT-alan yritysten näkökulmasta markkinan sisäinen murros on keskeisempää kuin itse markkinan kasvu.

Suomessa IT-palvelumarkkina on käytännössä polkenut paikallaan tai kasvu on ollut hyvin nihkeää läpi 2010-luvun vuoteen 2015 asti. Kasvu oli usean vuoden ajan nollan tuntumassa tai hieman sen yläpuolella sektorilla seuraamiemme yhtiöiden markkinakommenttien perusteella. Markkinassa nähtiin kuitenkin selkeä piristymisen vuoden 2016 aikana. Tähän vaikutti osin Suomen taloustilanteen piristymisen sekä asiakasorganisaatioiden herääminen digitalisaatioon. Käytännössä puheet digitalisaatiosta alkoivat konkretisoitua IT-palveluiden kysynnäksi viime vuoden aikana. Asiakkaat ovat alkaneet ymmärtää, mitä digitalisaatio tarkoittaa heidän liiketoiminnalle ja mitä investointeja heidän tulee tehdä.

Innofactor on kasvanut selvästi markkinaa nopeammin pääasiassa yrityskauppojen ansiosta.

Orgaanisesti yhtiö on arviomme mukaan yltänyt hieman markkinakasvua nopeampaan kasvuun viime vuosina. Ruotsissa yhtiön kasvu on ollut vahvaa Cinteros-kaupan jälkeen. Norjassa alhainen öljyn hinta vaikuttaa kysyntään. Tanskassa yhtiö on viime vuosina kärsinyt sisäisistä haasteista, vaikka maan markkinoiden veto on ollut hyvä.

IT-investoinneilla haetaan nyt myös uutta liiketoimintaa

Viime vuosien taantumaolosuhteissa kysyntä IT-ratkaisuissa on painottunut liiketoiminnan tehokkuutta parantaviin ja nopeita kustannussäästöjä tuoviin IT-ratkaisuihin. Niiden ohjelmistojen hankintaa on lykätty, jotka eivät ole liiketoiminnan kannalta kriittisiä tai välttämättömiä. Lisäksi IT-hankinnat ovat alkaneet painottua pienempiin ja nopeasti toimitettaviin projekteihin, mikä on tukenut pieniä ja ketteriä toimijoita.

Digitalisaatiomurroksen ja talouden piristymisen myötä IT:n ostaminen on kuitenkin alkanut siirtyä kohti investointeja, joilla luodaan uutta liiketoimintaa. IT:n ostaja on tällöin usein liiketoiminta tai tuotekehitys eikä tietohallinto tai tukitoiminnot. Digitalisaation strategisen rooli takia IT:stä on tullut useilla toimialoilla ylimmän johdon ja hallituksen asia, mikä on merkittävä muutos verrattuna perinteiseen tietohallintoa palvelemaan maailmaan. Tämä on myös tukenut pieniä ja ketteriä toimijoita (kuten Futurice ja Reaktor), jotka ovat selkeästi profiloituneet digipalveluiden kehittäjiksi, ja joilla on myös digitaalisen liiketoiminnan ymmärrystä. Tämä murros (liiketoiminta ostajana) tukee mielestämme kuitenkin selvästi enemmän räätälöityjen ohjelmistojen kehittäjiä kuin Microsoft-ratkaisuihin keskittyntä Innofactoria. Siten Innofactor ei profiloitu juuri tällä hetkellä markkinan kuumimmalle alueelle.

IT-hankintojen aktiviteetti vaihtelee myös asiakassektoreittain. IT-markkinan toimijat ovat tyypillisesti hajauttaneet liiketoimintansa palvelemaan useiden eri sektoreiden asiakkaita, sillä syklisyys on projektiliiketoiminnalle haastavaa. Julkinen sektori on myös tärkeä IT:n ostaja ja edustaa merkittävää osuutta liikevaihdosta myös Innofactorilla. Julkisen sektorin palveleminen vaatii kuitenkin toimijoilta erityisosaamista sen poikkeavan ostoprosessin takia.

Markkinan kasvunäkymät

IT-palvelumarkkinan kasvunäkymät ovat Suomessa ja Pohjoismaissa paremmat kuin vuosiin. Markkinatutkimusyhtiö Gartnerin (Marketvisio) ennusteen mukaan vuonna 2017 IT-kokonaismarkkinat kasvavat Suomessa 3,1 prosenttia (IT-palvelut 4,9 %) ja kasvu kiihtyy edellisvuodesta. Arviomme mukaan markkinalla on tänä vuonna ensimmäistä kertaa vuosiin realistiset edellytykset jopa markkinatutkimuslaitosten ennusteita nopeampaan kasvuun. Ruotsissa IT-konsultointimarkkinan kasvuennuste on Radarin mukaan 3,6 % kuluvalle vuodelle.

Markkinan piristymisen johtuu osin Suomen taloustilanteen piristymisestä. Suurempana ajurina mielestämme on digitalisaatiomurros, jonka myötä organisaatioiden IT-hankinnat ovat alkaneet painottua yhä enemmän uutta liiketoimintaa ja ansaintaa luoviin ratkaisuihin perinteisten sisäistä tehokkuutta parantavien järjestelmien sijaan. Yhä useammat asiakasorganisaatiot myös kohtaavat digitalisaation myötä uutta kilpailua, mikä on pakottanut niitä kasvattamaan investointeja.

Käytännössä digitalisaation IT-markkinalle tuoma piristysruiske on vasta käynnistynyt. Monilla toimialoilla yrityksille on vielä epäselvää, mitä digitalisaatio niiden liiketoiminnalle tarkoittaa.

IT-palvelumarkkinat 2/4

Yrityksissä kuitenkin aletaan ymmärtää, että tulevaisuudessa liiketoimintamallit ja kilpailuedut rakentuvat yhä vahvemmin digitaalisuuden ympärille. Siten markkinan kysyntäfundamentit ovat mielestämme vakaalla pohjalla vielä vuosiksi eteenpäin IT-palveluyhtiöille. Suurimman riskin kysynnälle aiheuttaa lähinnä yleinen taloustilanne, sillä investointeja on helppo jarruttaa talouden taantumassa. Innofactorilla taantumaa vastaan puskuria antaa ylläpitoliiketoiminta sekä se, että yhtiö toimittaa asiakkaille pääosin liiketoimintakriittisiä järjestelmiä.

Kilpailu käydään osaajista

IT-markkinan suotuisasta kysyntätilanteesta johtuen viimeisen vuoden aikana markkinan kilpailu on kääntynyt yhä voimakkaammin asiakkaita osaajiin erityisesti ohjelmistokehityksessä. Sektorin yhtiöiden kanssa käymiemme keskustelujen perusteella yritykset joutuvat myymään tietyillä osaamisalueilla ”ei-oota” tai niiden kasvua olennaisesti rajoittaa osaajien saatavuus.

Osaajakilpailu on edelleen korostanut kulttuuria ja rekrytointiosaamista kilpailutekijänä. Voittajia tässä trendissä ovat jälleen olleet pienet ja ketterät toimijat, jotka erottuvat kulttuurillaan. Näitä toimijoita ovat esimerkiksi Reaktor, Futurice, Vincit, Solita ja Gofore.

Osaajakilpailu näkyy konkreettisesti sektorin yhtiöiden näkyvinä rekrytointikampanjoina, joissa tyypillisesti tavoitellaan yli 100 henkilön rekrytointia vuoden aikana. Rekrytointisuunnitelmiaan tällä tavalla ovat esitelleet esimerkiksi Digia, Eficode, Solteq, Futurice, Gofore, Innofactor, Vincit, Solita ja CGI. Monet toimijat ovat laajentaneet toimintaa uusiin

kaupunkeihin päästäkseen kiinni uusiin rekrytointimarkkinoihin. Myös teollisuus kilpailee samoista osaajista ja digipuolen rekrytointiaikeissa näkyviä ovat olleet esimerkiksi OP-ryhmä ja Kesko. IT-yhtiöiden asiakkaat ovat myös havainneet, että digitalisaatio on jatkuva prosessi, jota ei voi hankkia vain projektina IT-toimittajalta. Tämän takia myös teollisuus on aktivoitunut kilpailemaan samoista resursseista.

Suurten generalistien (kuten Tieto ja CGI) sekä Nokian laajojen irtisanomisten myötä tarjonta IT-osaajista Suomessa on ollut viime vuosina kohtalaisen hyvää, mikä on tasoittanut osaajapulaa ja hillinnyt palkkainflaatiota. Toimialan nopean rakennemuutoksen takia IT-osaajien tarjonta osaamisalueiden puolesta ei kuitenkaan arviomme mukaan ole vastannut markkinan kysynnän tarpeisiin ja useilla kasvavilla alueilla kilpailu osaajista on ollut kovaa ja saatavuus heikkoa. Digitalisaation myötä vanhasta teknologiakeskeisestä insinööriosajasta tarve on siirtynyt osaajiin ja IT-yrityksiin, jotka osaavat yhdistää teknologian lisäksi luovuuden ja liiketoimintaymmärryksen. Tämä on IT-palveluyrityksille erittäin vaikea kyvykkyy rakentaa, sillä niiden insinöörikeskeinen kulttuuri ei usein taivu tähän tarpeeseen. Tämä on jälleen luonut tilaa uusille, pienemmille ja ketterille toimijoille kasvua ja houkutella parhaita osaajia. Samaan aikaan suuret IT-palveluyhtiöt ovat nähneet irtisanomiset tehokkaampana keinona verrattuna henkilöstön uudelleen kouluttamiseen, mikä on heikentänyt niiden työnantajakuva ja kulttuuria.

Innofactor näkee osaajapulaa Dynamics AX:n, CRM:n ja analytiikan osaamisalueilla. Lisäksi

pilviteknologioiden osaajista on pulaa ja Innofactor pyrkii Microsoftin kanssa yhteisessä ohjelmassa kouluttamaan Azure-osaajia paikkaamaan tätä pullonkaulaa.

Suomesta ponnistetaan kansainvälisille markkinoille

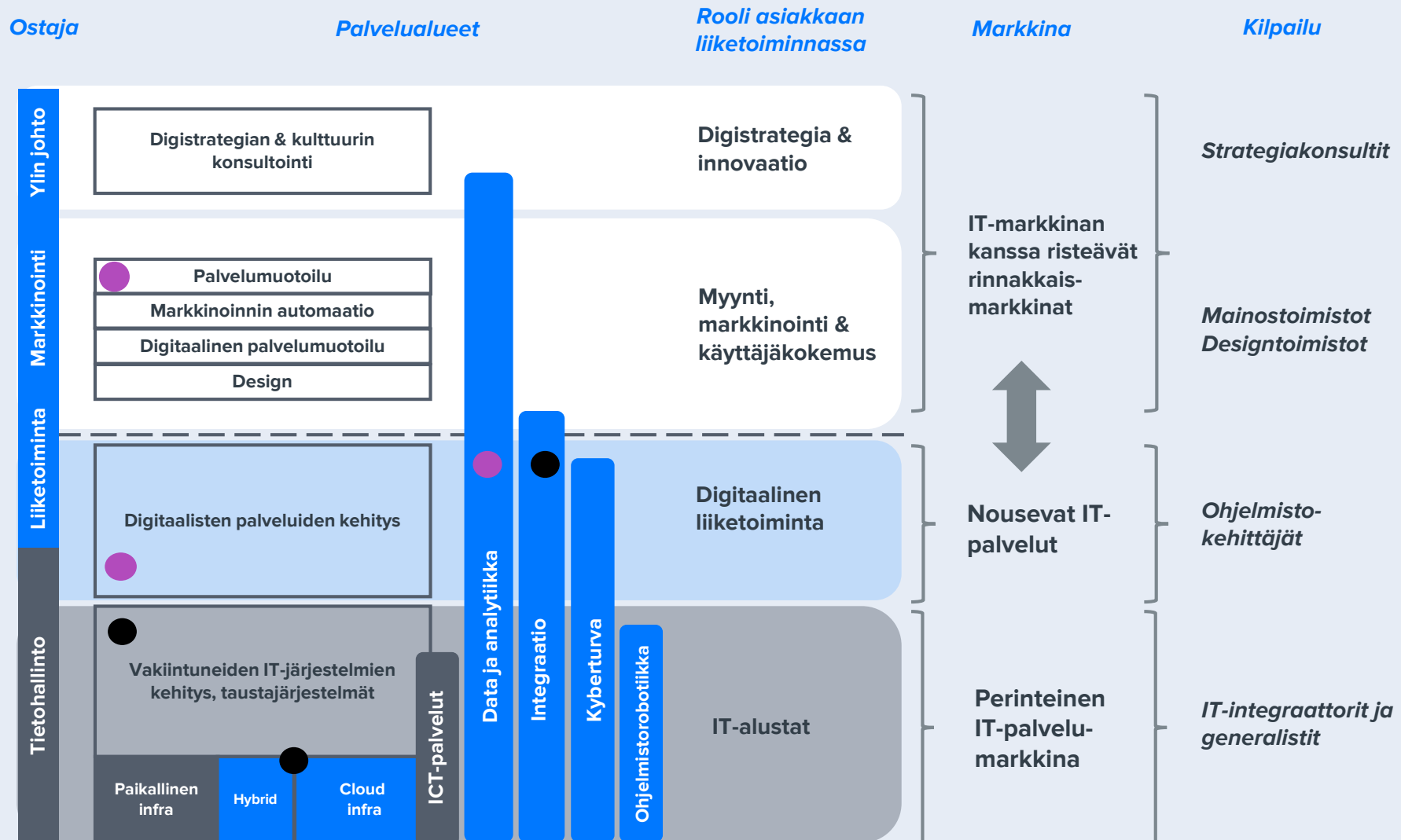
Viime vuosien uutena trendinä suomalaisilla IT-yhtiöillä on ollut niiden pyrkimys kansainvälistyä, minkä perusteella suomalainen ohjelmistokehityksen osaaminen näyttäisi nyt olevan kansainvälisestäkin kilpailukykyistä. Esimerkiksi lukuisat pienet suomalaiset IT-palveluyhtiöt (kuten Idean, Siili, Vincit, Nixu ja Reaktor) ovat laajentaneet toimintaansa Yhdysvaltojen markkinoille maassa vallitsevan digitalisaatiobuumin perässä. Yhdysvaltojen markkinan vahva kysyntä sekä IT-talojen ja internet-jättien kilpailu parhaista osaajista ovat nostaneet paikallisten IT-osaajien palkkoja. Hyvä kysyntänäköymä sekä korkeat IT-konsulttien tuntihinnat ovat vastaavasti houkutelleet markkinalle nyt eurooppalaisia toimijoita, jotka pyrkivät palvelemaan markkinaa osin edullisemmilla eurooppalaisilla resursseilla.

Uusilta kansainvälisiltä markkinoilta haetaan kotimarkkinaa vauhdikkaampaa kasvua sekä parempaa tuntumaa IT-markkinan ja teknologian trendeihin. Myös tietyt nousevat asiakasvertikaalit, kuten autoteollisuus, vetävät kansainvälistymisinvestointeja, minkä takia monet näkevät myös Saksan markkinan kiinnostavana (kuten Futurice ja Siili). Innofactorilla kansainvälistymisstrategiassa on selkeä Pohjoismainen fokus ja maiden välisten synergioiden rakentaminen.

IT-palvelumarkkinan jakautuminen

Innofactorin tarjonta

- Ydinosaamisalue
- Osaamisalue



IT-palvelumarkkinat 3/4

Markkinatrendit

Trendit organisaatioiden IT-ostamisessa

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

- Suuria, monivuotisia erp-implementaatioita (SAP, Oracle, IBM) ei enää tehdä ja tämä markkina kuihtuu, koska nämä investoinnit on jo tehty. Vakiintuneet toiminnanohjausjärjestelmät eivät poistu asiakkailta, mutta ne jäävät ylläpitotilaan olemassa olevien IT-toimittajien hoitoon. Investoinnit kohdistuvat vakiintuneiden järjestelmien päälle rajapintaratkaisujen avulla rakennettaviin järjestelmiin ja palveluihin. Häviäjiä ovat suurista projekteista riippuvat generalistit. Hyötyjiä ovat usein pienemmät toimijat, joilla on integraatio-osaamista.
- IT:n hankkiminen suurina projekteina vähenee ja siirtyy kohti pienempiä, iteroivia prosesseja sekä jatkuvaa kehitystä. Häviäjiä ovat jäykät ja hidasliikkeiset projektiorganisaatiot. Hyötyjiä ovat toimijat, joilla on ketteryyttä, kyky hallita kokonaisvaltaisesti useiden eri toimittajien palveluita sekä kyvykkyydet jatkuvien palveluiden tuottamiseen.
- Liiketoimintalähtöisen ostamisen yleistyessä IT-yhtiöt etsivät uusia arvontuottoon pohjautuvia, skaalautuvampia hinnoittelumalleja yhdessä asiakkaiden kanssa. Uusissa malleissa ansainta voi pohjautua perinteisen lisenssi- tai

projektitulon sijaan esimerkiksi asiakkaalle tuotetun arvon jakamiseen. Hyötyjiä ovat ne, jotka onnistuvat irrottamaan liiketoimintamallinsa heikosti skaalautuvasta asiantuntijaresurssien myynnistä.

- IT-investoinnit siirtyvät asiakkaan liiketoiminnan tukiprosesseja tehostavista investoinneista kohti liiketoiminnan ydinprosesseja tai itse lopputuotetta parantaviin investointeihin. Häviäjiä ovat liiketoiminnan tukiprosesseja ja erpsidosryhmiä perinteisesti palvelleet toimijat. Hyötyjiä ovat uusien digitaalisten palveluiden kehittäjät, joilla on teknisen osaamisen lisäksi liiketoimintaymmärrystä.
- IT-budjettien omistus asiakkailla hämärtyy ja siirtyy CIO-roolista yhä enemmän liiketoimintajohtajien ja markkinoinnin rooliin. Häviäjiä ovat insinöörikeskeiset talot. Hyötyjiä ovat asiakkaan liiketoimintaa ja ansaintaa ymmärtävät toimijat, joilla on myös vahvaa ymmärrystä asiakkaan toimialasta.
- Käyttäjäkeskeisyys tulee korostumaan. Nousevia alueita ovat esimerkiksi digitaalinen palvelumuotoilu, design ja käyttäjäkokemus, VR ja AR ja puhetunnistus. Osaaminen näillä alueilla nousee tärkeämmäksi kilpailutekijäksi IT-toimittajaa valitessa. Häviäjiä ovat lähes kaikki vakiintuneet IT-palvelutalot, sillä ne joutuvat investoimaan tälle alueelle tai hankkimaan osaamista talon ulkopuolelta nykyisen puutteellisen osaamisen takia. Hyötyjiä ovat pienet luovat, design-keskeiset toimijat.
- Kaikki asiakkaiden IT-toiminnot, mitä voidaan viedä pilveen, tullaan myös viemään pilveen

sen hyötyjen takia. Hyötyjiä ovat ne, joilla on vahvaa omaa osaamista pilviteknologioissa. Häviäjiä ovat perinteisen paikallisen IT-infrastruktuurin toimittajat.

- Perinteinen ohjelmistolisenssien jälleenmyynti siirtyy pilveen ja päämiehet kuristavat jakelijoiden lisenssikomissioita. Häviäjiä ovat lisenssien jälleenmyynnistä vahvasti riippuvaiset toimijat. Hyötyjiä ovat pitkässä juoksussa asiakkaat.
- Asiakkaiden organisaatioiden siiloutuminen tulee olemaan IT-yhtiöiden myynnin haasteena. IT:n ostajana on tietohallinnon ohella yhä useammin markkinointi tai tuotekehitys, mutta digitaalisen liiketoiminnan rakentaminen vaatii näiden alueiden yhteispeliä ja kykyä hallita kokonaisuutta. Voittajia ovat kokonaisuuksia hallitsevat toimijat, jotka osaavat puhutella myös asiakkaan liiketoimintajohtoa ja markkinointia.
- Data ja analytiikka on nousemassa jälleen yhdeksi markkinan kuumimmista trendeistä. Datasta on tulossa yhä useammalla toimialalla strateginen kilpailutekijä. Ennakoivan analytiikan ja koneoppimisen avulla tehdään päätöksiä tuotteisiin ja liiketoimintaan liittyen. Haasteena asiakkailla on yhdistää data siiloutuneesta tietohallinnosta läpi koko organisaation myös markkinointiin ja liiketoimintajohtoon. Voittajia ovat IT-yhtiöt, joilla on yhdistettynä analytiikan, koneoppimisen ja liiketoiminnan ymmärrystä.

IT-palvelumarkkinat 4/4

- Halvimpien offshore-resurssien merkitys kilpailutekijänä heikentyy edelleen, sillä uusia digitaalisia palveluita on vaikea toteuttaa luotettavasti, riittävän nopeasti ja kustannustehokkaasti toisella mantereella sijaitsevilla offshore-resursseilla. Ohjelmistorobotiikka ja tekoäly heikentää edulliseen työvoimaan pohjautuvaa kilpailuetua entisestään. Esimerkiksi Accenture on kertonut korvanneensa 1,5 vuodessa 17000 ihmisen rutiinityöt robotiikalla. Samalla kuitenkin oman ylläpitoliiketoiminnan kannibalisoiminen voi hidastaa perinteisten toimijoiden uskallusta panostaa ohjelmistorobotiikkaan. Nämä trendit palauttavat IT-osaamisen kustannus-kilpailuetua Aasiasta Eurooppaan. Häviöjiä ovat toimijat, joiden kilpailuetu on perustunut puhtaasti offshoren kustannustehokkuuteen. Hyötyjiä ovat toimijat, jotka pystyvät yhdistämään paikallisen läsnäolon lähellä asiakasta sekä saavuttamaan riittävän kustannustehokkuuden hyödyntämällä nearshore- ja/tai offshore-resursseja oikeassa suhteessa.

Trendit asiakastoimialoilla

Digitalisaatiomurros koskee kaikkia toimialoja, ravisuttelee toimialojen kilpailutasapainoa ja rikkoo toimialojen välisiä raja-aitoja. Näkemyksemme keskeisistä trendeistä eri asiakastoimialoilla ovat seuraavat:

- Julkisella sektorilla tehokkuutta ja kansalaisille parempaa palvelua haetaan palveluiden sähköistämisellä ja tehokkaammalla tiedon hyödyntämisellä.

Tulevaisuuden mahdollisuuksina tutkitaan älykaupunkiin liittyviä mahdollisuuksia. Lisäksi julkisten palveluiden organisaatioiden keskittäminen ja hallinnon uudistukset kasvattavat tarvetta IT-järjestelmien keskittämiseksi. Viime vuosina julkishallinnon sähköisissä palveluissa Suomessa yhdeksi uudeksi kärkinimeksi on noussut nopeasti kasvanut Solita.

- Kaupan alalla digitalisaatiomurros on yllättänyt Suomessa monet konservatiiviset toimijat housut kintuissa. Kaupan ala joutuu kasvattamaan merkittävästi investointejaan digitaalisiin kanaviin pystyäkseen vastaamaan uuteen kilpailuun. Suomen IT-palvelualalla Solteq on reagoinut tähän Descom-yritysostolla ja Tieto Smilehouse-yritysostolla.
- Finanssisektorilla vakiintuneiden toimijoiden riskinä on niiden heikko kyky innovoida uutta uusien fintech-toimijoiden luodessa uutta kilpailupainetta. Investoinnit uusiin, käyttäjälähtöisiin digitaalisiin palveluihin lisääntyvät.
- Teollisuus ja palveluala panostavat nykyisiä tuotteita tai palveluita parantaviin digitaalisiin palveluihin ja kokonaan uusiin digitaalisiin palveluihin. Lisäksi teollisuudessa uusia pitkän tähtäimen kasvumahdollisuuksia etsitään IoT-sovelluksista.

Murros jakaa markkinaa kahtia

Riippuen IT-yrityksille relevanteista markkinoista, voidaan karkeasti olettaa IT-palvelumarkkinan jakautuneen noin 20/80 % jaolla uusien

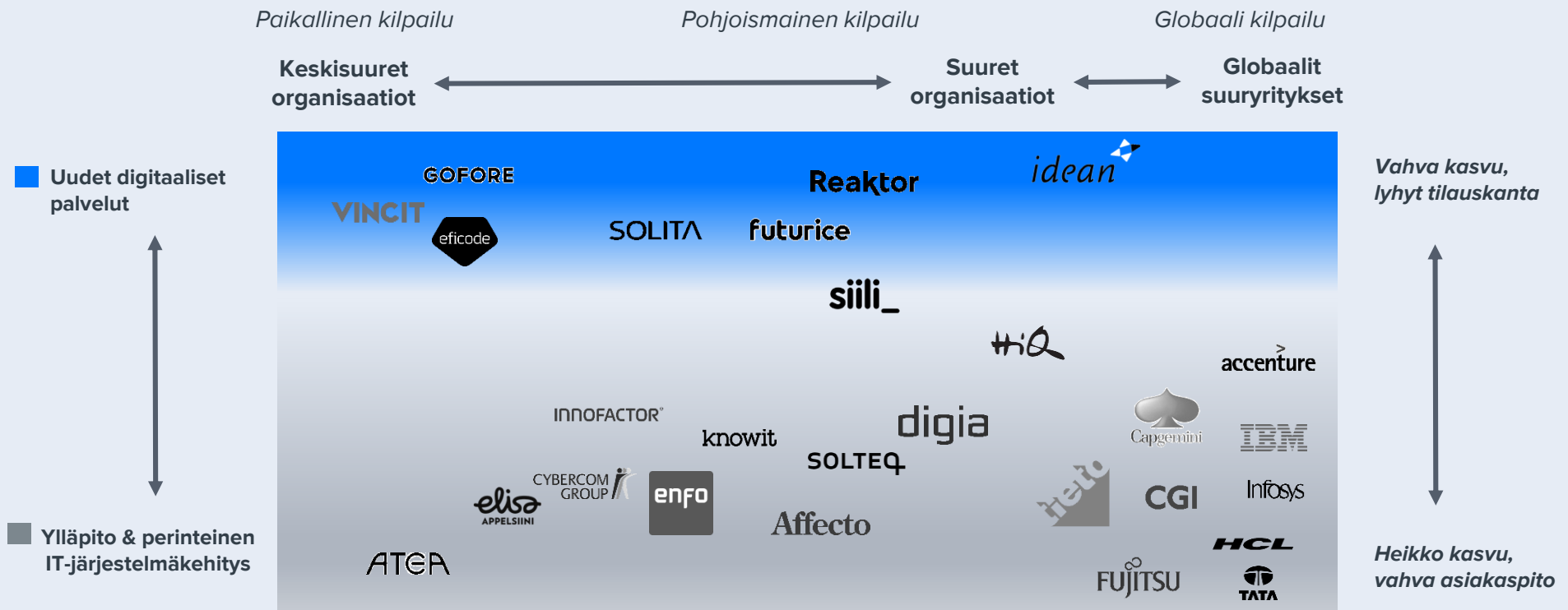
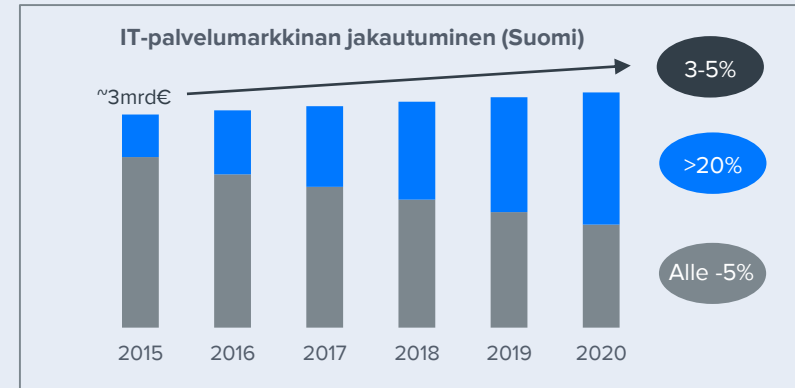
digitaalisten palveluiden ja perinteisemmän tietojärjestelmäkehityksen välille. Useamman käsityksen mukaan suhdeluku muuttuu modernin arkkitehtuurin myötä ja vastaava jako vuonna 2020 on lähemmäs 50/50 %.

Markkinan kahtiajaon taustalla on IT-markkinan murros, jossa tietojärjestelmien kehitys on siirtymässä organisaation johtamista ja tehokkuutta sekä tiedonhallintaa palvelevista ratkaisuista kohti uusien digitaalisten palveluiden kehitystä. Näistä digitaalisista palveluista tulee organisaatioille entistä liiketoimintakriittisempiä. Organisaatioiden vakiintuneet viime vuosikymmenten aikana kehitetyt tietojärjestelmät eivät ole katoamassa, vaan ne jäävät ikään kuin ylläpitotilaan ja toimivat moottorina konepellin alla. Vakiintuneiden tietojärjestelmien jatkokehitykseen ei siten enää investoida yhtä paljon, vaan IT-investoinnit kohdistuvat uusiin toiminnallisuuksiin, joita rakennetaan rajapintaratkaisujen avulla olemassa olevien järjestelmien päälle.

Ei ole sattumaa, että viime vuosina IT-generalistien tehdessä mittavia irtisanomisia samaan aikaan monet pienet, voimakkaammin liiketoimintalähtöiset IT-talot ovat pystyneet huimaan kasvuun. Kahtiajako ”perinteisen IT:n” ja ”nousevan IT:n” välillä on mielestämme yksi keskeisiä syitä, minkä takia Suomenkin markkinasta löytyy esimerkiksi Siilin, Vincitin, Solitan, Reaktorin ja Futuricen kaltaisia voimakkaasti kasvavia toimijoita. Toisaalta perinteisen IT-kehityksen hiipuminen ja sen automatisoituminen selittävät osittain Tiedon ja CGI:n kaltaisten toimijoiden vaatimatonta kasvua ja mittavia irtisanomisia Suomessa.

Markkinat ja arvoketju

IT-yhtiöiden asemoituminen pääasiallisen kohderyhmän ja palvelualueiden mukaan



Kilpailu 1/2

Kilpailu ja vertailuryhmä

Kilpailijoina IT-generalistit ja pienet erikoistuneet toimijat

Innofactorin kilpailijoita ovat suuret, usein kansainväliset IT-generalistit, keski-suuret IT-palveluyhtiöt sekä tiettyihin ratkaisuihin erikoistuneet pienet toimijat. Generalisteista esimerkkeinä voidaan mainita Tieto, CGI (ent. Logica), Cap Gemini, Fujitsu ja Accenture (Avanade). Keski-suurista IT-palveluyhtiöistä kilpailijoina voidaan mainita Digia, HiQ, Affecto ja KnowIT. Selkeitä yksittäisiä pääkilpailijoita on kuitenkin vaikea osoittaa kentän pirstaleisuuden vuoksi ja Innofactorin Microsoft-erikoistumisesta johtuen. Yksittäisistä yhtiöistä Innofactor kohtaa useimmiten Tiedon tarjouskilpailuissa. Pienet ohjelmistokehittäjät (kuten Vincit, Reaktor ja Futurice) toimivat pääosin eri palvelualueilla ja näin ollen Innofactor kohtaa niitä harvoin kilpailussa.

Suurten IT-generalistien vahvuutena kilpailussa ovat mittavat resurssit, joita tukee usein offshore-tuotanto ja sen kustannustehokkuus. Nämä yhtiöt ovat usein keskeisimmissä asiakkuuksissaan vahvasti etabloituneita ja ne ovat keskittyneet palvelemaan vain suurimpia asiakasorganisaatioita. IT-generalistit 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 on tyypillisesti kehitetty siten, että IT-toimittajan vaihtaminen on tehty asiakkaalle vaikeaksi (vendor-lock). IT-generalistien asema suurissa organisaatioissa

murtuu siten hitaasti. Suurten organisaatioiden IT-budjeteista valtaosa kohdistuu nykyisten järjestelmien ylläpitoon ja kehittämiseen, minkä takia pienet ketterät toimijat usein murtautuvat suuriin asiakkuuksiin muun ostajan kuin tietohallinnon kautta.

Innofactor erottuu suurimmista kilpailijoista ketteryydellä, paremmalla palvelulla, tuotteistetulla tarjoamalla, paikallisella osaamisella sekä osaamisella Microsoft-ratkaisuissa. Asiakasorganisaatiot harvoin haluavat ostaa merkittävästi itseään suuremmilta toimijoilta, jolloin yhtiöllä on keski-suurissa asiakkaissa myös luontaisempi asema. Pienemmistä kilpailijoista Innofactor erottuu myös Microsoft-osaamisella, tuotteistuksella sekä lisäksi suuremman toimijan uskottavuudella ja referensseillä.

Vertailuryhmän kasvu ja kannattavuus

Tarkastelemme sivun 19 kuviossa listattujen sekä listaamattomien suomalaisten ja muiden Pohjoismaisten IT-palveluyhtiöiden kasvua ja kannattavuutta. Tarkasteltava joukko muodostaa myös osin arvonmäärityksessämme käyttämämme vertailuryhmän.

Vertailuryhmän kasvu vuositason 2012-2016 on ollut keskimäärin 13 %, mitä selittää markkinan nopea toipuminen finanssikriisin jälkeen sekä useiden toimijoiden tekemät yrityskaupat. Voimakkaimmin kasvaneet yhtiöt ovat pääasiassa laajentuneet yritysostoin (erityisesti Solteq ja Innofactor), mutta joukossa on myös vahvoja orgaanisia kasvavia (Solita, Futurice, Vincit, Reaktor). Voimakkaimpaan orgaaniseen kasvuun ovat yltäneet Solita ja Vincit. Siilillä kasvusta reilut puolet on ollut orgaanista ja loput yrityskauppoihin perustuvaa. Hitaimmin ovat

kasvaneet suuremmat toimijat, jotka ovat kärsineet markkinan murroksesta (kuten Affecto, Tieto, CGI, Know-IT).

Kasvua tarkasteltaessa on havaittavissa, että Suomen IT-markkinalla pienimmät erikoistuneet toimijat ovat yltäneet markkinalla selvästi nopeimpaan kasvuun. Tämä heijastaa perinteisen järjestelmäkehityksen kysynnän hiipumista ja IT-kysynnän painottumista uusille alueille, joihin pienemmät ja ketterämmät toimijat ovat pystyneet tehokkaammin vastaamaan. Markkinoilla on siis ollut pienille toimijoille hyvin tilaa kasvaa, jos ne ovat osanneet keskittyä oikeille palvelualueille.

Kannattavuuden osalta vertailujoukon keskiarvo on 11,4 % käyttökatteella (EBITDA-%) mitattuna vuositason 2011-2016. Yhtiöt ovat keskimäärin kannattavuudeltaan terveellä tasolla, eikä vertailussa ole merkkejä toimialan epäterveestä kilpailu- tai kapasiteettitilanteesta. Peukalosääntönä IT-palveluiden toimialalla 10-15 % EBITDA-tasoa voidaan pitää hyvänä kannattavuustasona. Yksinumeroisiin kannattavuustasoihin yhtiöiden ei pitäisi olla tyytyväisiä. Suuret generalistit Tieto ja CGI ovat ylläpitäneet hyvää kannattavuutta hitaasta kasvusta huolimatta, mikä perustuu niiden vahvaan markkina-asemaan ja ohjelmistoliiketoimintaan.

Pienistä toimijoista kannattavuudessa joukosta selvimmin erottuvat Vincit ja Reaktor jopa 20 %:n tason EBITDA-marginaaleilla. Nykyisessä osajaajapulaan kärsivässä markkinassa vahvaan kannattavuuteen ovat yltäneet erityisesti toimijat, joiden liiketoimintamalli on perustunut osajatyön tuntilaskutukseen.

Kilpailu 2/2

Kun markkinalla ei ole hintapaineita ja osaaajaresurssit saadaan myytyä täyteen kapasiteettiin, on yli 20 %:n EBITDA-marginaali näille ohjelmistokehittäjille täysin realistinen. Kyseessä voi kuitenkin olla vain nykyisestä ohjelmistokehityksen suotuisasta markkinatilanteesta johtuva ilmiö ja on hyvä muistaa, että tuntityössä liiketoiminnan jatkuvuus on heikko. Muutamilla vertailuryhmän yhtiöistä on liiketoiminnassa jonkin verran mukana pääomavaltaisempaa konesaliliiketoimintaa, jolloin EBIT-% on EBITDA-%:ia vertailukelpoisempi mittari.

ICT-palveluliiketoiminnassa ja ylläpitopalveluissa kilpailu markkinoilla on arviomme mukaan kireämpää kuin IT-palvelumarkkinalla muuten. Perustietotekniikan ulkoistuksessa asiakkaan on huomattavasti helpompi vertailla hintoja ja palvelut ovat hyvin vakiintuneita. ICT-palveluissa ja perustietotekniikassa markkinalla kilpaillaan tyypillisesti isoista monivuotisista sopimuksista, jolloin asiakkaat kilpailuttavat ahkerasti sopimuksia niiden uusiutuessa. ICT-palveluissa perinteisissä infrastruktuuripalveluissa kilpailu muuttuu globaaliksi pilvipalveluiden myötä ja paikallisten pienten toimijoiden on löydettävä selkeä erikoistumisalue.

Kannattavuuden ja kasvun yhdistelmää viiden vuoden ajalta vertailemalla markkinassa erottuvat muutamat toimijat ylitse muiden. Tähtipelaajien lokeroon asettuvat mielestämme Solita, Siili, Vincit, Futureice, Nixu ja Reaktor. Ruotsin markkinalla selkeä nousija on HiQ, joka on onnistunut erinomaisesti muuntamaan liiketoimintamallinsa vastaamaan markkinatrendeihin. Innofactor profiloituu markkinan nopeimpien kasvajien joukkoon.

IT-konsulttitalojen uhkakuvat

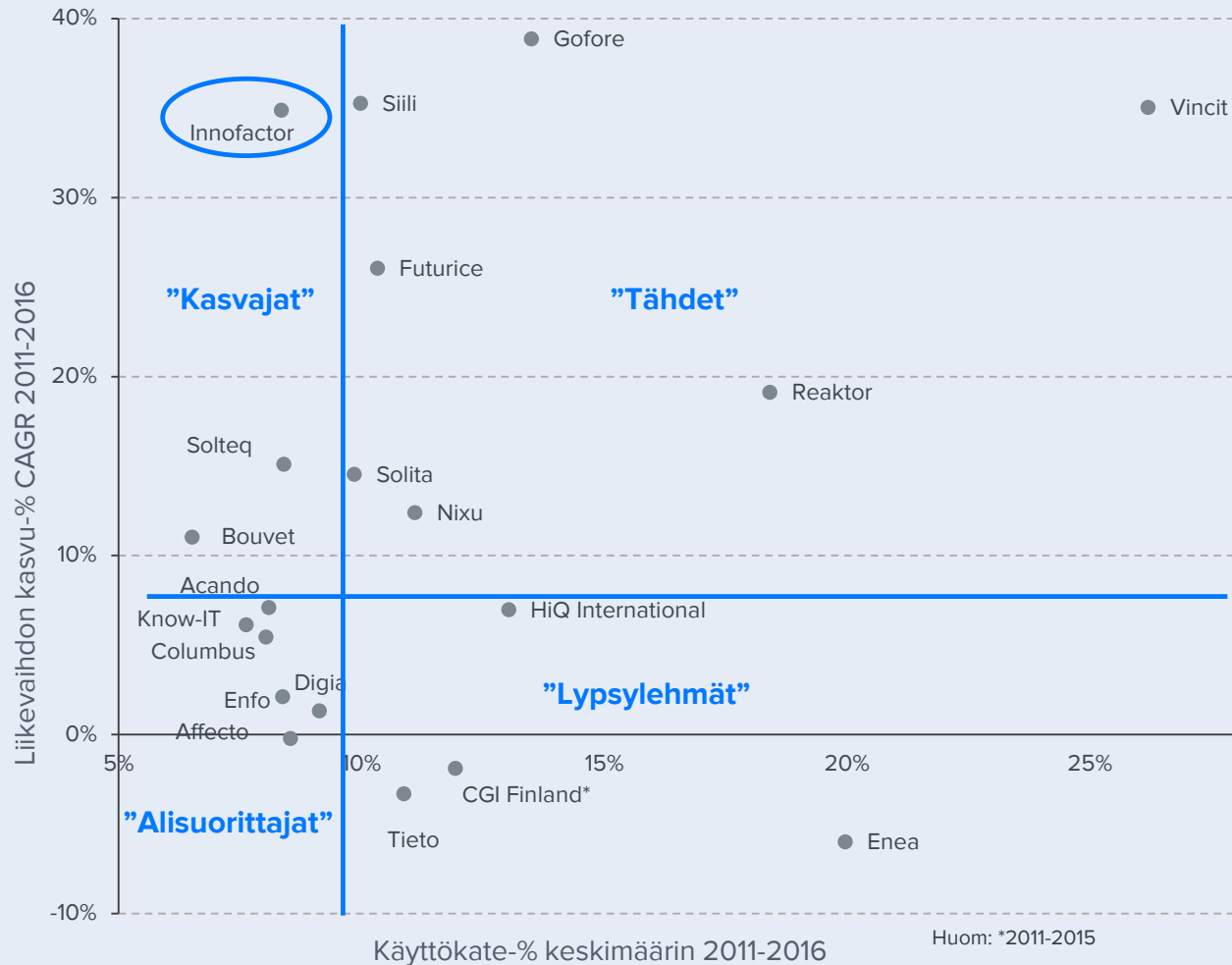
Suotuisasta markkinatilanteesta huolimatta keskeisiä uhkakuvia IT-palveluyhtiöille ovat mielestämme seuraavat:

- Asiakasorganisaatioiden suuntaus hyödyntää sisäisiä resursseja voi heikentää kysyntää ohjelmistokehityspalveluille. Digitalisaatiosta on tullut monille strateginen asia, minkä takia sitä ei haluta ulkoistaa. IT-konsulttien rooli voi muuttua enemmän strategisen neuvonantajan suuntaan ja laaja osaamisalueiden tuntemus korostuu, sillä asiakkaiden on vaikea rakentaa kaikkia osaamisalueita itse. Pelkät IT-resurssitoimittajat ovat helposti korvattavissa ja niiden asema arvoketjussa voi jäädä heikoksi.
- Erilaiset IT-asiantuntijaresurssien välittäjäpalvelut, freelance-työ sekä yrittäjyys tulevat aina imemään osan IT-konsulttitalojen osaajista. Osaajat vievät usein mukanaan asiakkaita. Pelkkien resurssitoimittajien roolissa olevat IT-toimittajat ovat tässäkin heikoilla, kun taas strategisen neuvonantajan roolissa olevat toimijat ovat vaikeammin korvattavissa.
- Liiketoimintamallin jatkuvuuden puute on usean konsulttitalon uhkakuva, jota ei nykyisessä suotuisassa markkinatilanteessa kuitenkaan tunnisteta. Asiakkaiden on helppo ottaa resursseja sisäiseen käyttöön ja vähentää ulkoisten ohjelmistokehitys-resurssien ostoja, mikäli taloustilanne nopeasti heikentyisi.
- Automaatio ja ohjelmistorobotiikka uhkaavat

monien IT-osaajien työtä. Monilla perinteisillä toimijoilla on tarve uudelleen kouluttaa henkilöstöä jatkuvasti. Kyky ennakoida tulevat markkinatrendit on kilpailuetuna tärkeä.

- Ohjelmistoyhtiöiden liiketoimintamallit muuttuvat kohti palveluita, ja ne pyrkivät saamaan yhä suuremman osan asiakkuuden arvosta. Tämä voi ajaa ohjelmistoyhtiöitä yhä vahvemmin kilpailuun integraattoreiden kanssa. Lisäksi tämä pienentää lisenssimyynnistä saatavia katteita, mistä on jo nähtävissä merkkejä.

Kilpailukentän kehitys



Tähdet ovat markkinan edelläkävijöitä, jotka päässeet vahvaan kasvuun ja kannattavuuteen. Nämä toimijat ovat pääosin pieniä ja ketteriä toimijoita, jotka ovat asemoituneet ja panostaneet IT-markkinan kasvaville alueille. Nämä ovat usein enemmän liiketoimintalähtöisiä kuin tietohallintoa palvelevia toimijoita.

Kasvajät ovat pääosin yhtiöitä, jotka ovat reagoineet markkinamurrokseen, mutta niiden kasvupanostusten takia niiden kannattavuus on jäänyt keskimääräistä heikommaksi. Monet ovat vauhdittaneet kasvuun yritysostoin.

Lypsylehmät ovat yhtiöitä, joilla on vahva ote olemassa olevaan asiakaskuntaan esimerkiksi räätälöityjen ohjelmistoratkaisujen kautta, minkä ansiosta ne ovat päässeet hyvään kannattavuuteen hitaasta kasvusta huolimatta.

Alisuorittajat ovat pääasiassa "perinteisen IT:n" yhtiöitä, jotka eivät ole reagoineet ja onnistuneet sopeutumaan IT-markkinan murrokseen riittävän nopeasti.

Microsoft-ratkaisut IT-markkinassa

Innofactor on edelleen riippuvainen yhdestä päämiehestä

Microsoft-ratkaisuihin erikoistuneena toimijana Innofactor on pitkässä juoksussa riippuvainen Microsoftin menestyksestä IT-markkinassa. Tämä on yksi yhtiön liiketoiminnan keskeisimpiä riskitekijöitä pitkällä aikavälillä, vaikka yhtiö ei enää pois sulje muiden teknologioiden käyttöä. Arviomme mukaan Innofactorin voisi olla hyvin haastavaa muuttaa strategiaansa nopeasti, mikäli Microsoftin asema yritysratkaisujen IT-markkinassa lähtisi murenemaan. Siten Innofactoriin sijoittaminen edellyttää sijoittajalta myös luottamusta Microsoftin pitkän aikavälin kilpailukykyyn.

Microsoftin asema IT-markkinassa on hyvä

Microsoft on kasvanut useilla tuotealueilla selkeästi muuta IT-markkinaa nopeammin, mikä on tukenut historiassa myös Innofactorin kasvua. Näkemyksemme mukaan Microsoftin asema IT-markkinassa on edelleen vahva ja emme näe merkkejä siitä, että Innofactorin päämiehen asema olisi heikentymässä.

Innofactor uskoo strategiassaan Microsoftin ja sitä kautta sen kumppaneiden olevan vahvoilla keskeisissä IT-markkinaa muokkaavissa trendeissä. Näitä trendejä ovat esimerkiksi ohjelmistojen siirtyminen pilveen, sosiaalinen media, mobiliteetti, esineiden internet, koneoppiminen ja analytiikka sekä tietoturva ja tietosuojat. Microsoft on johtavassa asemassa useilla IT-markkinan osa-alueilla, sen tarjonta on kilpailukykyinen ja sen pilviratkaisut ovat vahvassa kasvussa. Viimevuotinen LinkedIn-osto mielestämme vahvistaa Microsoftin kilpailukykyä ja avaa uusia mahdollisuuksia yritysratkaisuihin,

kuten CRM- ja HRM-työkaluissa sekä käyttäjähallinnassa. Tämä voisi edelleen tuoda lisää töitä Innofactorin kaltaisille Microsoft-integraattoreille. LinkedIn ja Dynamics 365-toimintoja on alettu integroida ja osittain myydä pakettina jo heinäkuusta lähtien. Lyhyellä aikavälillä tällä ei kuitenkaan ole merkittävää vaikutusta Innofactorin liiketoimintaan.

Microsoft on näkymissään ennakoitunut yritysasiakaspuolen pilvipalveluiden kysynnän jatkavan kasvua sisältäen Innofactorille tärkeitä tuotealueita. Innofactorin näkökulmasta Office 365, Azure ja Dynamics 365 ovat tällä hetkellä Microsoftin kärkituotteita. Kärkituotteista Azure on tällä hetkellä tärkein, mutta Innofactor odottaa pilvipohjaisen Dynamics 365 -tuotteen kasvavan voimakkaammin H2'17:sta alkaen. Innofactor on tällä ratkaisualueella Pohjoismaiden kärkitoimittajia, sillä yhtiö on ottanut ratkaisun jo itse sisäisesti käyttöön yhtenä ensimmäisenä maailmassa. Yhtiö odottaa tältä tuotealueelta voimakasta kasvua.

Innofactor uskoo myös Microsoftin voimakkaiden tuotekehityspanostusten turvaavan sen tuotteiden kilpailukykyä pitkällä aikavälillä. Microsoft käytti tuotekehitykseen 10-12 miljardia dollaria vuosittain tilikaudilla 2012-2016. Tuotekehityspanostusten taso on huomattavasti korkeampi kuin pääkilpailijoilla. Microsoft on uuden toimitusjohtajansa Satay Nadellan johdolla siirtänyt fokustaan erityisesti mobiliteettiin ja pilvipalveluihin sekä tuotteisiin, jotka ovat enemmän yhteensopivia kilpailijoiden ratkaisujen kanssa. Microsoftin keskeisimpiä kilpailijoita eri yritysratkaisujen tuotealueilla ovat muun muassa IBM, Oracle, HewlettPackard, SAP (ERP), Amazon (pilvipalveluissa), Google ja Salesforce.com (CRM).

Microsoft on kärsinyt viime vuosina PC-myyntin heikkoudesta, mutta yhtiön kehitys on ollut hyvää tarkasteltaessa Innofactorin kannalta keskeisiä yritysratkaisujen alueita. Erityisesti Commercial cloud -pilviratkaisujen raportointialueella (mm. Office 365, Windows Azure Dynamics CRM) kasvu on ollut vahvaa ja Microsoftin pilviratkaisujen annualisoitu liikevaihto Q3'17:lla oli jo yli 15 miljardia euroa verrattuna edellisen vuoden vastaavan ajanjakson 10 miljardiin euroon. Tuotetasolla Azure kasvoi 93 %, yrityspuolen Office 365 45 %, Dynamics 10 % ja Dynamics 365 81 % viimeisimmällä neljänneksellä.

	FY13	FY14	FY15	FY16	Q3'17
Office Commercial -kasvu	6 %	8 %	-1 %	5 %	7 %
Server products & services -kasvu	10 %	13 %	9 %	5 %	15 %
Dynamics-tuotteen kasvu	7 %	9 %	12 %	6 %	10 %
Yrityspalvelut -kasvu	11 %	9 %	7 %	5 %	7 %
Commercial cloud - liikevaihdon kasvu	-	116 %	106 %	51 %	52 %
Office 365 Commercial -käyttäjämäärän kasvu	-	99 %	74 %	45 %	35 %

Ohjelmistoratkaisujen siirtyessä pilveen on pilviratkaisuihin menestyminen keskeistä Microsoftin kilpailukykyyn kannalta. Markkinatutkimusyhtiö Gartnerin eri pilvimurroksen osa-alueiden Magic Quadrant -raporteissa Microsoft sijoittuu ainoana toimijana jokaisessa vertailussa edelleen Leaders-lokeroon. Gartnerin mukaan pilvi-infrastruktuurin markkina on voimakkaasta kasvustaan huolimatta hyvin vahvasti keskittymässä muutaman toimijan käsiin, joita ovat erityisesti Microsoft ja AWS (Amazon Web Services).

Microsoftin kilpailuasema

Gartnerin Magic Quadrant for Business Intelligence and Analytics



Lähde: Gartner (helmikuu 2017)

Gartnerin Magic Quadrant for Cloud Infrastructure as a Service (IaaS)



Lähde: Gartner (elokuu 2016)

Gartnerin Magic Quadrant for the CRM Customer Engagement Center



Lähde: Gartner (toukokuu 2017)

Strategia 1/3

Pohjoismainen Microsoft-osaaja

Innofactor on tehnyt strategisen valinnan keskittymällä Microsoft-alustoilla toteutettuihin tai niitä hyödyntäviin teknologioihin ja ratkaisuihin, joissa Microsoftin kasvu ylittää keskimääräisen IT-palvelu- ja ohjelmistomarkkinan kasvun. Asiakasryhmien osalta yhtiö keskittyy pohjoismaisiin suuriin ja keskisuuriin yrityksiin sekä julkishallinnon organisaatioihin, joilla on korkea IT-ratkaisujen vaatimustaso. Vahva asema Microsoft-ekosysteemeissä tekee Innofactorista halutun kumppanin Microsoftille, mikä auttaa yhtiötä pysymään Microsoft-ratkaisujen kehityksen kärjessä jatkuvasti.

Microsoftin kumppaniverkosto on Pohjoismaissa hyvin sirpaloitunut ja koostuu useista toimijoista eri kokoluokissa. Markkinalla ei juurikaan ole muita Innofactorin kokoluokassa olevia Microsoftiin erikoistuneita toimijoita. Tämä yhdessä markkinan sirpaloituneisuuden kanssa luo Innofactorille hyvät edellytykset jatkaa konsolidointia ja vahvistaa johtavaa markkina-asemaansa.

Omilla ohjelmistoilla ja tuotteistuksella kilpailuetua ja skaalautuvuutta

Innofactor kehittää myös omia ohjelmistotuotteita tukemaan toimintaa Pohjoismaissa ja saadakseen skaalautuvia ratkaisuja. Yhtiö ei lähtökohtaisesti kehitä ohjelmistotuotteita globaaleille markkinoille, vaan paikallisesti vahvistamaan tarjontaa nykyasiakkaille sekä markkinoille, joissa yhtiöllä on jo vahvaa läsnäoloa. Tästä poikkeuksena on lähinnä oppimisen analyysityökalu Skilli, jonka markkinat ovat kansainväliset.

Yhtiö on käyttänyt viime vuosina noin 2 MEUR (tai 4-6 % liikevaihdosta) vuodessa tuotekehitykseen. Tulevaisuudessa yhtiö odottaa tuotekehityskulujen

nousevan jopa lähelle historiallista 10%:n tasoa liikevaihdosta (12-13 % vuonna 2012-2013). Innofactor ei aktivoi kehitysmenoja taseeseen, vaan panostukset tehdään suoraan tuloksesta.

Yhtiön mukaan useissa projektikilpailuissa Innofactorin omat ohjelmistokomponentit toimivat keskeisenä kilpailuetuna ja tärkeänä vaikuttavana tekijänä asiakkaan päätöksenteossa. Omat ohjelmistot tuovat myös merkittävän osan jatkuvien ylläpitotuottojen ja lisenssien myynnistä.

Omilla Microsoft-teknologioiden ja -alustojen päälle rakennetuilla tuotteilla Innofactor rakentaa liiketoiminnalleen jatkuvuutta, kilpailuetua ja skaalautuvuutta. Tämä on keskeinen ajuri, millä yhtiö pyrkii parantamaan kannattavuuttaan kohti tavoiteltua 20 %:n käyttökatetasoa. Näin yhtiö saa vähennettyä liiketoimintamallin riippuvuutta heikommin skaalautuvasta asiantuntijatyöstä, mikä oikeuttaisi yhtiön osakkeelle myös korkeamman suhteellisen arvostustason.

Pohjoismaisen Microsoft-talon aihio nyt kasassa

Innofactor saavutti syksyn 2016 Lumagate-kaupan myötä visionsa mukaisen Microsoft-pohjaisten ratkaisujen ykköstoimittajan aseman Pohjoismaissa. Näin ollen yhtiön strategia siirtyi seuraavan vaiheeseen. Vuosina 2017-2020 Innofactor tulee ensisijaisesti yhtenäistämään tarjontansa Pohjoismaissa valitsemillaan osa-alueilla. Yhtiö tulee arviomme mukaan edelleen jatkamaan konsolidointia, mutta yritysjärjestelyiden suhteellinen osuus kasvusta kuitenkin pienenee.

Fokus on nyt Pohjoismaissa tehtyjen yrityskauppojen integroinnissa, pohjoismaisen organisaation rakentamisessa sekä tehokkuudessa, minkä odotamme myös alkavan asteittain parantaa yhtiön kannattavuutta.

Strategian onnistuminen ei ole enää vahvasti hyvien yrityskauppahteiden löytymisestä kiinni, vaan se riippuu enemmän yhtiön kyvystä saada yrityskaupoilla rakennettu kansainvälinen toimija yhtenäiseksi, tehokkaaksi kokonaisuudeksi. Strategian onnistumisen kannalta mielestämme on keskeistä, ettei yhtiö jää siilomaiseksi organisaatioksi, jossa maayksiköt ovat itsenäisiä irrallisia yhtiöitä eikä synergioita saada hyödynnettyä.

Arvioimme uuden pohjoismaisen laajan tarjonnan myös parantavan Innofactorin kilpailukykyä keskisuurissa ja suurissa asiakkaissa, joilla on toimintoja useammassa Pohjoismaassa. Samalla yhtiö pääsee myös hyödyntämään vahvemmin eri maiden välistä ristiinmyyntiä tuotteissa ja osaamisalueissa. Toistaiseksi yhtiön eri toimintamaiden välisten synergioiden hyödyntäminen on arviomme mukaan vielä hyvin alkuvaiheessa. Onnistuessaan tuotteiden ja osaamisen ristiinmyynti eri maiden välillä voisi selvästi parantaa Innofactorin orgaanista kasvua ja skaalautuvuutta, jolloin pohjoismainen läsnäolo toisi yhtiölle selkeää kilpailuetua. Tehokkuutta ja synergiaa yhtiö odottaa myös uudesta yhtenäisestä toiminnanohjausjärjestelmästä.

Uudet taloudelliset tavoitteet

Innofactor julkisti viime syksynä uuden strategian yhteydessä myös uudet taloudelliset tavoitteensa. Innofactorin 20 %:n orgaanisen kasvun tavoite vuoteen 2020 on näkemyksemme mukaan kunnianhimoinen. Pidämme myös 20 %:n käyttökatemarginaalitavoitetta vuoteen 2020 mennessä erittäin kunnianhimoisena. Yhtiö myös tarkensi osinkopolitiikkaansa ja pyrkii maksamaan osinkoa viimeistään 2020.

Strategia 2/3

Innofactorin keinot orgaanisen 20 %:n kasvutavoitteen saavuttamiseksi ovat:

- Keskittyminen toimialoihin ja asiakassegmentteihin, joissa on suurin kasvupotentiaali yhtiölle (kuten sosiaali- ja terveydenhuolto)
- Tehostaa tuotteiden ja palveluiden myyntiä
- Markkinointipanostuksilla tehostaa uusasiakashankintaa ja vahvistaa mielikuvaa Innofactorista johtavana pohjoismaisena digitalisaation ja pilvipalveluiden toteuttajana.

Innofactorin keinot 20 %:n EBITDA-% - kannattavuustavoitteen saavuttamiseksi ovat:

- Siirtää tarjoamaa ja liikevaihdon painopistettä vahvemmin omiin tuotteisiin ja palveluihin
- Kehittää omaa henkilöstöä, jotta asiakkaat ovat valmiita maksamaan korkeamman hinnan
- Parantamaa laskutusastetta turhan työn tai ei-laskutettavan työn minimoimisella
- Kustannussynergiat

Näkemyksemme mukaan Innofactorin pääseminen kannattavuustavoitteeseen vuonna 2020 edellyttää yhtiön vahvaa onnistumista maiden välisten synergioiden realisoinnissa, tuotteistuksessa ja omissa ohjelmistotuotteissa. Tätä ei vielä ole näköpiirissä ja odotamme vielä yhtiöltä näyttöjä tämän suhteen. Yhtiön EBITDA-% tavoite tarkoittaisi kannattavuuden kaksinkertaistumista nykytasolta. Pidämme tavoitetta erittäin kunnianhimoisena, mutta emme mahdottomana. Toimialan keskimääräiset EBITDA-%:t liikkuvat noin 10 %:ssa ja parhailla toimijoilla 20 %:n tasolla. Innofactorin tavoite

heijastelee enemmän ohjelmistoyhtiön kuin palveluyhtiön kannattavuusprofiilia.

Emme odota Innofactorin yltävän sen tavoittelemaan 20 %:n orgaanisen kasvuun, mutta uskomme yhtiön pystyvän kiihdyttämään kasvua lähivuosina. Kasvun kiihtyminen perustuu erityisesti IT-palvelumarkkinan hyviin kysyntänäkymiin Pohjoismaissa. Erityisesti asiakasorganisaatioiden IT:n kiihtyvä siirtyä pilviympäristöihin tulee edellyttämään suurta määrää integraatiotyötä, missä Innofactorilla vahvaa osaamista. Samalla orgaaninen kasvu vaatii yhtiöltä vahvaa onnistumista rekrytoinneissa, mikä toimii IT-sektorilla tällä hetkellä pullonkaulana monille toimijoille.

Yhtiö on luonut arvoa yrityskaupoilla

Innofactor on historiallisesti kasvanut vahvasti yrityskauppojen vetämänä. Yhtiö on toteuttanut yritysostostrategiaansa menestyksekkäästi ja omistaja-arvoa luoden tietyllä listauksen mahdollistamalla reseptillä. Käytännössä yrityksiä on ostettu rakenteella, jossa kohdeyhtiöstä maksetaan vain pieni osa käteisellä ja merkittävämpi osa omalla osakkeella. Tämä on mahdollistanut nopean kasvun ilman, että Innofactor olisi tarvinnut vahvaa tasetta tai suuria pääomia ennakkoon. Lisäksi kauppahinnasta tyypillisesti iso osa on painottunut earnout-lisäkauppahintaan. Kauppojen arvostustasot ovat myös järjestään olleet alempia kuin Innofactorin omat arvostuskertoimet pörssissä. Nämä tekijät ovat pienentäneet riskiä ylihinnan maksamisesta. Kokonaisuutta katsottaessa yhtiö on mielestämme hallinnut pääomarakennettaan järkevästi ja hyödyntänyt myös pientä velkavipua ostoissa. Mielestämme

lähtökohtaisesti kassavirtaposiitivisten palveluyhtiöiden yritysostoissa myös pienen velkavivun käyttö yritysostoihin on perusteltua.

Innofactorin yrityskauppojen omistaja-arvoa luova vaikutus on perustunut mielestämme erityisesti kauppojen järkevään rakenteeseen. Sen sijaan kauppojen integroinnissa ja kannattavuussynergioiden realisoinnissa yhtiö ei ole onnistunut tähän mennessä yhtä hyvin. Esimerkiksi Tanskan yrityskaupat (2012-2013) ovat olleet yhtiölle haastavia ja atBusiness-kaupan (2013) integraatio oli myös vaikea. Osin tämän takia yhtiöllä oli muutaman vuoden tauko yrityskaupoissa näkemyksemme mukaan. Nyt haasteet on kuitenkin ratkottu.

Viimeisimmät yrityskaupat

Vuonna 2013 Innofactor lähes tuplasi kokonsa atBusiness-yrityskaupalla ja saavutti näin vahvan markkina-aseman Suomessa. Yhtiöt muuttivat yhteisiin tiloihin vuoden 2014 lopussa. Käsityksemme mukaan kahden suuren organisaation ja kulttuurin yhteensovittaminen ei ole sujunut yhtiöltä täysin kivuttomasti, mikä todennäköisesti rasitti Innofactorin kehitystä 2014 eivätkä kaikki yrityskaupasta odotetut hyödyt realisoituneet. Kauppahinta vastasi arviomme mukaan noin 1,2 EV/Liikevaihto -kerrointa.

Joulukuussa 2015 Innofactor ilmoitti ostavansa ruotsalaisen Cinterosin, joka konsolidoitiin yhtiöön 1.1.2016 alkaen. Cinterosin tilikauden 2015 liikevaihdon arvioidaan olleen noin 11 MEUR ja käyttökatteen noin 9 %. Cinteros on kasvanut viime vuosina voimakkaasti, jopa noin 40 %:n vauhtia. Viime vuoden liikevaihdon kasvun arvioimme olleen noin 30 %. Yhtiöllä on yli 100 työntekijää.

Strategia 3/3

Arviomme mukaan Cinteros on ollut hyvin onnistunut kauppa. Kauppahinta vastasi arviomme mukaan noin 0,7 EV/Liikevaihto -kerrointa.

Vuoden 2016 lokakuussa Innofactor toteutti Lumagate-kaupan. Lumagate-kaupalla Innofactor vahvisti asemiaan Pohjoismaissa ja sai läsnäolon myös Norjaan, mikä oli aikaisemmin Innofactorille tärkeä strateginen tavoite. Lisäksi kauppa vahvisti Innofactorin pilvipalveluosaamista, joka on tärkeä omana osaamisalueena sekä muita Innofactorin palvelualueita tukevana osaamisena. Lumagaten kaupantekohetkellä arvioiduilla 2016 luvuilla liikevaihdon olisi pitänyt olla 11 MEUR ja EBITDA-%:n 7 %. Lumagaten Q4'16 konsolidoitu tulos jäi kuitenkin selvästi ennusteesta ja tämän myötä lisäkauppahinta aleni 3,7 MEUR:lla. Samalla yhtiö käynnisti tehostamistoimenpiteet. Lisäkauppahinnan laskulla maksimikauppahinta laski 6,8 MEUR:oon, mistä jäljellä oleva lisäkauppahinta on enintään 2,1 MEUR. Kaupan EV/liikevaihto -kerroin on siten enintään 0,7x ja hyvin maltillinen. Lumagate -kauppa ei siis lähtenyt odotetusti liikkeelle, mutta tämä kompensoitui lisäkauppahinnan alentumisena.

Yrityskauppojen merkitys pienenee jatkossa

Innofactor keskittyy nykyisessä strategiavaiheessaan todennäköisesti kooltaan hieman pienempiin yrityksiin, joiden avulla yhtiö pyrkii laajentamaan tarjontansa kattavuutta maakohtaisesti sekä hankkimaan pilvipohjaista tuote- ja palveluliiketoimintaa. Siten yritysostojen painoarvo kasvussa pienenee. Maakohtaisesti pidämme todennäköisempänä, että yhtiö vahvistaisi Tanskan tai Norjan markkina-asemaa. Innofactorin historialliset

näytöt sen kyvystä kasvaa yritysostoin lisäävät luottamustamme yhtiön kykyyn luoda omistaja-arvoa myös jatkossa konsolidoimalla omaa markkinaansa Pohjoismaissa.

Innofactorin strategian yhteenveto



IT-yhtiöiden strategiat

Eri IT-palveluyhtiöiden strategioita

Strategia	Esimerkki	Kasvupotentiaali	Heikkoudet	Vahvuudet
Teknologiariippumaton ohjelmistokehittäjä	Vincit, Reaktor, Siili	Markkinaosuuden syöminen etabloituneilta toimijoilta, kasvu uusissa digitaalisissa palveluissa.	Pienen toimijan rajalliset resurssit generalisteja vastaan, rajallinen toimialaosaaminen, rajallinen integraatio-osaaminen	Ketteryyys, kyky tarjota asiakkaalle paras ratkaisu teknologiariippumattomasti useille osaamisalueille
Teknologiaan erikoistunut	Innofactor	Rajallinen kotimaassa, edellyttää kansainvälistymistä	Riippuvuus yhdestä teknologiasta	Pienen toimijan ketteryyys, vahva osaaja valitussa teknologiassa
Osaamisalueeseen erikoistunut	Affecto	Rajallinen kotimaassa, edellyttää kansainvälistymistä	Asiakkaalle haastavaa ostaa eri osaamisalueet useilta eri IT-taloilta	Selkeä fokus ja vahva osaaminen valitussa segmentissä
Toimialaan erikoistunut	Solteq	Rajallinen kotimaassa, edellyttää kansainvälistymistä	Riippuvuus yksittäisestä sektorista	Selkeä fokus ja vahva osaaminen asiakastoimialassa
Generalisti	Tieto	Heikko, kasvaa tyypillisesti markkinaa hitaammin	Raskas ja hidasliikkeinen organisaatio	Resurssit, useiden toimialojen syväosaaminen, vahvat asiakkuudet ja asiakastuntemus

Tyypillinen logiikka asiantuntijayritysten yrityskaupoissa



Innofactorin yrityskaupat

Innofactorin yrityskaupat 2012 jälkeen

Bridgeconsulting	2012e
Liikevaihto, MEUR	4,0
EBITDA, MEUR	
EBITDA-%	15 %
EV/Liikevaihto	0,5x
EV/EBITDA	

atBusiness	2012
Liikevaihto, MEUR	17,4
EBITDA, MEUR	2,61
EBITDA-%	15 %
EV/Liikevaihto	0,8x
EV/EBITDA	5,5x

Enabling	2013e
Liikevaihto, MEUR	3,00
EBITDA, MEUR	0,3
EBITDA-%	10 %
EV/Liikevaihto	1,3x
EV/EBITDA	12,7x

Cinteros	2013	2014	2015	2016e
Liikevaihto, MEUR	5,5	7,9	11,0	14,0
Kasvu, %		44 %	39 %	27 %
EBITDA, MEUR				
EBITDA-%				
EV/Liikevaihto			0,7x	0,5x
EV/EBITDA				

Lumagate	2015	2016e
Liikevaihto, MEUR	8,745	10
EBITDA, MEUR	0,235	
EBITDA-%	2,7 %	
EV/Liikevaihto	0,8x	0,7x
EV/EBITDA	28,9x	



Bridgeconsulting (Tanska)

- Analytiikkaosaaminen
- Microsoft-teknologiat
- Päänavaus Tanskaan



atBusiness (Suomi)

- Hyviä uusia asiakkuuksia ja vahva Suomen markkina-asema
- Tasapainotti julkisen sektorin ja yrityssektorin osuuksia
- Haastava integraatio



Enabling (Tanska)

- IT-konsultointi
- Sharepoint ja muu Microsoft-osaaminen



Cinteros (Ruotsi)

- Erityisesti Microsoft Dynamics CRM
- Vahva asema ja tuotetarjonta järjestöasiakkaissa



Lumagate (Ruotsi, Norja ja Tanska)

- Pohjoismaiden johtava Microsoft Azure -toimittaja
- Läsnäoloa Ruotsiin, Norjaan ja Tanskaan

Kilpailuedut

Kilpailuetuina Microsoft-osaaminen ja omat ohjelmistot

Innofactorin keskeisin kilpailuetu syntyy näkemyksemme mukaan edelleen keskittymisestä ja erikoistumisesta Microsoft-ratkaisuihin. Innofactorin kaltaista puhtaasti Microsoft-ratkaisuihin keskittynyttä toimijaa ei löydy Suomesta vastaavassa kokoluokasta ja yhtiö on myös Pohjoismaisella mitalla johtavassa asemassa. Kilpailuetua yritysostojen toteuttamiseen taas luo yhtiön vahva kokemus ja osaaminen yritysjärjestelyiden tekemisestä sekä pörssilistauksen mahdollistama pääomakanava.

Microsoft-erikoistumisen voidaan ajatella tuovan yhtiölle kilpailuetua kahdella tavalla. Ensiksi, erikoistuminen tekee yhtiöstä houkuttelevamman kumppanin Microsoftille, mikä mahdollistaa syvemmän yhteistyön verrattuna niihin järjestelmä-integraattoreihin, jotka toimittavat useita teknologioita. Toiseksi, mikäli asiakas haluaa Microsoft-ratkaisun, on Innofactorin houkuttelevuus järjestelmä-integraattorikumppanina astetta korkeampi yhtiön vahvan osaamisen ansiosta. Teknologia riippumattomien kilpailijoiden etuna vastaavasti on se, että ne pystyvät valitsemaan useiden teknologioiden joukosta aina asiakaan ongelman parhaan ratkaisun. Yhtiö näkee Microsoft keskittymisen tuovan etua myös erityisesti seniori osaamisen rekrytoinnissa.

Yhtiön mukaan muissa teknologioissa järjestelmä-integraattoreilla on usein vaarana, että parhaissa projekteissa ohjelmistoyhtiö (kuten IBM, Oracle) päättää itse toimittaa ohjelmiston asiakkaalle ohittaen järjestelmä-integraattorin. Näin ohjelmistoyhtiö pystyy

poimimaan parhaat palat päältä jättäen vähemmän kiinnostavat projektit järjestelmä-integraattorikumppaneille. Microsoftin suhteen tämä riski on arviomme mukaan pieni, sillä Microsoft pyrkii vahvasti tukemaan kumppaneitaan ja keskittymään itse ohjelmistoihin. Ohjelmistojen toimitusten siirtyessä SaaS-malliin on kuitenkin riskinä, että ohjelmistoyhtiöiden ja integraattoreiden liiketoiminnat tulevat risteämään selvemmin.

Microsoftiin keskittyvän strategian suurimpana heikkoutena näemme Innofactorin riippuvuuden Microsoftin strategian onnistumisesta pitkällä aikavälillä, vaikka yhtiö ei enää poissulje muiden teknologioiden käyttöä. Yhtiö on myös riippuvainen Microsoftin kumppanistrategiasta. Mikäli Microsoftin asema yritysasiakkaissa lähtisi murentumaan, olisi yhtiön hyvin raskasta lähteä muuttamaan voimakkaasti Microsoftiin keskittynyttä strategiaansa. Teknologia- sektorilla kestävän kilpailuedun saavuttaminen on vaikeaa ja toimiala on jatkuvasti muutoksessa, minkä johdosta Microsoftin kyky reagoida muuttuvaan ympäristöön on myös Innofactorille tärkeää pitkällä aikavälillä.

Muita Innofactorin kilpailuetuja ovat yhtiön suhteellisen pienen koon tuoma ketteryys ja joustavuus toimialan hitaasti kääntyviin jättiläisiin nähden, mikä mahdollistaa nopeamman reagoinnin tulevaisuuden trendeihin ja teknologiamuutoksiin. Kilpailuhaittana yhtiöllä on kilpailuedellytykset matalamman lisäarvon ”bulkki” IT-projekteissa, missä Innofactorilla ei ole offshore-resurssien tuomia kustannuskilpailuetuja. Yhtiö ei pidä itselleen relevanttina liiketoimintana sellaisia tyypillisesti offshore-maissa tuotettavia matalan lisäarvon projekteja, joissa hinta on asiakkaan

päätöksenteon määräävä tekijä.

Nykyisen pohjoismaisen läsnäolon myötä odotamme Innofactorin jatkossa saavuttavan yhä vahvemmin kilpailuetua kattavasta maantieteellisestä läsnäolosta. Erityisesti kansainvälisissä asiakkuuksissa tästä voi olla etua.

Pienempiä toimijoita vastaan oman tarjoaman pidemmälle viety tuotteistus ja omat ohjelmistotuotteet on selkeä kilpailuetu. Erityisesti kun asiakasorganisaatioiden toimintoja viedään pilveen, on IT-toimittajalle kriittistä omistaa työkalut ja hallita prosessit, joilla siirto tehdään sujuvasti käytön keskeytymättä. Tällä alueella Innofactorilla on osaamista erityisesti Azure-ympäristössä.

Historiallinen kehitys

Kasvu ollut vahvaa osittain kannattavuuden kustannuksella

Innofactorin pitkän aikavälin liikevaihdon kasvu on ollut voimakasta ja erityisesti yrityskauppavetoista. Yhtiön voimakas kasvu on osittain tullut kannattavuuden kustannuksella, joka on kuitenkin viimeiset vuodet ollut kohtalaisella tasolla. Yhtiö ylsi yli 20 %:n EBITDA-tasoihin vielä ennen listautumista, minkä jälkeen kannattavuus on asettunut hieman alle 10 %:n tuntumaan, mitä voidaan pitää yhtiön toimialalla kohtalaisena kannattavuustasona. Liikevaihdon voimakas kasvu huomioiden on ymmärrettävää, ettei kannattavuus ole saavuttanut potentiaalista tasoaan.

Innofactorin liikevaihto kasvoi 43 % vuonna 2010, 74 % vuonna 2011, 9 % vuonna 2012, 74 % vuonna 2013, 34 % vuonna 2014 ja 1 % vuonna 2015 ja 34 % viime vuonna. Viime vuoden kasvua veti erityisesti Cinteros-yrityskauppa (koko vuosi) sekä pieneltä osin Lumagate-yrityskauppa (vain Q4). Lisäksi Suomessa liikevaihto kasvoi orgaanisesti noin 5 % viime vuonna. Tanskan liikevaihto oli viime vuonna paineessa laskien noin 33 % johtuen yhtiön kohtaamista haasteista.

Innofactorin kertaeristä oikaistu EBITDA-% on ollut 8,1 % - 12,1 % välillä vuosina 2011-2016. Yhtiö on yltänyt kohtalaiseen kannattavuuteen kasvusta huolimatta. Raportoitu EBITDA-% on ollut samaan aikaan 6,5 % - 10,0 % välillä. Kertaerät ovat liittyneet lähinnä listautumiskuluihin ja yritysjärjestelyihin. Osin kertaeristä johtuen Innofactorin kannattavuuden heilahtelut ovat olleet viime vuosina melko suuria yhtiön verrokkeihin nähden ja

kannattavuuden rajut muutokset ovat arviomme mukaan osin heijastuneet myös yhtiön osakekurssin volatilitettiin ja hyväksyttäviin arvostuskertoimiin.

Vuosineljännestrasolla Innofactorin ensimmäinen neljännes on tyypillisesti vuoden heikoin ja kannattavuuskehitys on vuoden mittaan nousujohteista. Q4 on yhtiölle kausiluonteisesti vahva, mikä johtuu lisenssimyynnin painottumisesta loppuvuoteen. Q3 taas on liikevaihdollisesti muita neljänneksiä heikompi johtuen kesälomasesongista.

2016: vaatimaton tulos, maantieteellinen hajautus parani

Innofactorin liikevaihdon kasvu oli viime vuonna vahvaa (+34 %) Cinteros- ja Lumagate -kauppojen vetämänä. Yrityskauppojen myötä maantieteellinen jakauma hajaantui Ruotsin osuuden noustessa 25 %:iin ja Suomen osuuden laskiessa 64 %:iin (2015: 84 %). Erityisesti Ruotsissa yhtiö oli hyvässä vedossa. Q1'17:llä Suomen osuus oli 54 %, Ruotsin 29 %, Norjan 8 % ja Tanskan 9 %. Viimeisin neljännes heijastelee parhaiten Innofactorin rakennetta Lumagate-kaupan jälkeen.

Viime vuoden käyttökatemarginaali jäi edellisvuoden tavoin melko heikolle tasolle 8,1 %:iin (2015: 8,3 %). Tässä taustalla oli osin Lumagate-kaupasta johtunut yllättävän heikko Q4, joka kuitenkin kompensoitui lisäkauppahinnan alentumisella.

Innofactorin Q1'17-raportti poisti suurimmaksi osaksi Lumagateen liittyneet epävarmuudet. Yhtiön kannattavuus palasi Q1:n kausiluonne huomioiden kohtalaiselle tasolle (EBITDA-% 6,6

%) ja tehostamistoimenpiteet kannattavuuden korjaamiseksi alkoivat purra.

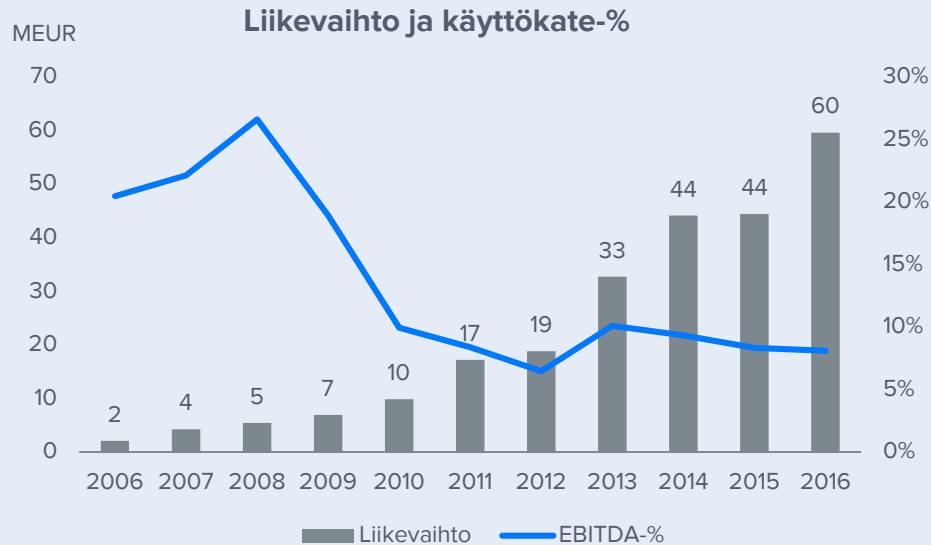
Tase ja rahoitus

Innofactorin tase on rakenteeltaan terve, mutta kilpailijoihin verrattuna enemmän vivutettu. Ensimmäisen neljänneksen lopun omavaraisuusaste oli 43 % ja nettovelkaantumisaste 53 %. Yhtiöllä oli ensimmäisen neljänneksen lopussa kassassa 1,4 MEUR käteistä. Yhtiön kassa on ollut jatkuvasti tehokkaassa käytössä ja yhtiö on pystynyt konsolidoimaan markkinaa rahoittamalla yrityskaupat pankkilainalla ja omalla osakkeella. Yhtiöllä on kohtalaiset edellytykset pieniin yrityskauppoihin, mutta suuret kaupat vaatisivat lisärahoitusta.

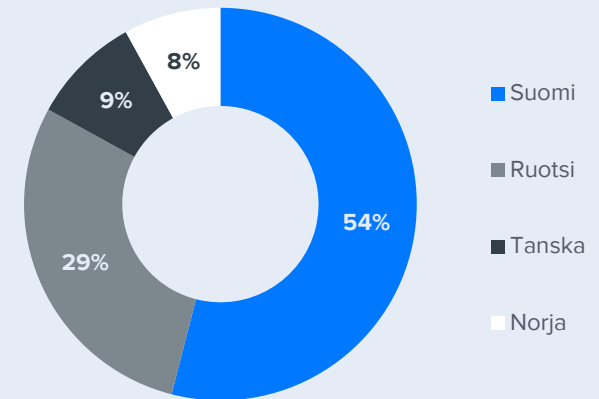
Innofactorilla oli ensimmäisen neljänneksen lopussa taseessaan noin 8,9 MEUR:n edestä yrityskauppoihin liittyviä aktivoituja asiakassuhteita ja teknologioita, joita yhtiö poistaa IFRS3-poistojen mukaisesti arviomme mukaan noin 2,0 MEUR vuodessa. Tällä on kirjanpidollinen negatiivinen tulosvaikutus, jonka oikaisemme vertailukelpoisuuden takia yhtiön liikevoitosta ja osakekohtaisesta tuloksesta. Liikearvoa yhtiöllä oli ensimmäisen neljänneksen lopussa taseessa noin 28 MEUR. Liikearvon syntyminen ei ole huolestuttavaa ja se on luonnollista asiantuntijayritysten yritysostoissa, koska ne operoivat tyypillisesti hyvin kevyellä taseella. Lisäksi yhtiöllä oli 5,7 MEUR verosaamisia taseessa ensimmäisen neljänneksen lopussa.

Yhtiö ei historiallisesti ole maksanut osinkoa, vaan on käyttänyt kaiken kassavirran yrityskauppojen ja kasvun rahoittamiseksi.

Historiallinen kehitys



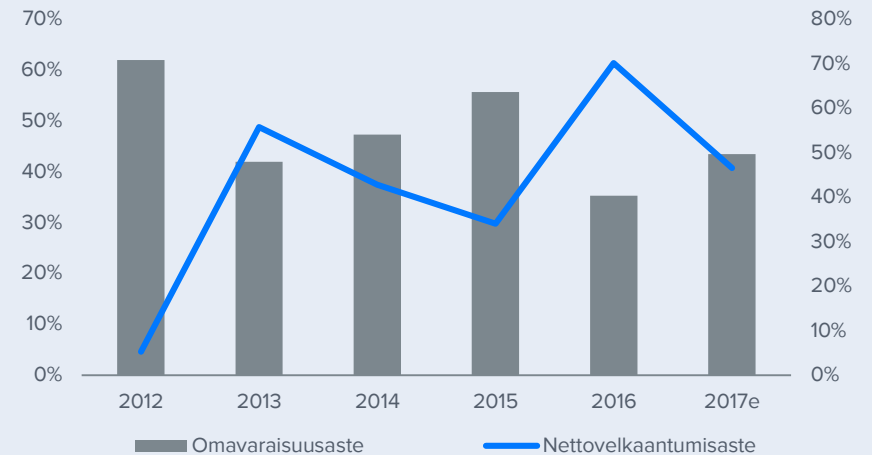
Maantieteellinen liikevaihto Q1'17



Innofactorin tase Q1'17



Taseen avainlukujen kehitys



Ennusteet

Varovaiset ennusteet vuodelle 2017

Innofactor odottaa vuoden 2017 liikevaihdon ja käyttökateen (EBITDA) kasvavan edellisestä vuodesta 2016, jolloin liikevaihto oli 59,6 MEUR ja käyttökate 4,8 MEUR. Pidämme ohjeistuksen saavuttamista yhtiölle helppona johtuen Lumagate-kaupan tuomasta epäorgaanisesta kasvusta tammi-syyskuun ajalle. Odotamme yhtiön liikevaihdon kasvavan 17 % 70 MEUR:oon ja käyttökateen nousevan 9,5 %:iin (6,6 MEUR) viime vuoden vaatimattomasta 8,1 %:sta.

Yhtiön ensimmäisen neljänneksen liikevaihto jäi hieman ennusteestamme, mutta tulos ylitti varovaiset odotuksemme ja yhtiön viime vuoden lopulla käynnistämät toimenpiteet kannattavuuden parantamiseksi alkoivat tehot. Lisäksi Q1:n kohtalainen tulos poisti aiemman epävarmuuden liittyen Lumagate-kaupan ongelmiin. Näin ollen Q1 oli kokonaisuudessaan kohtalaisen hyvä alku vuodelle 2017.

Odotamme yhtiöltä vain pientä kasvua Suomen markkinalta ja ennustamme liikevaihdon olevan 38,4 MEUR (2016: 38,2 MEUR). Liikevaihdon kasvua vetää Ruotsi, missä arvioimme Cinteroksen orgaanisen kasvun sekä Lumagate-kaupan nostavan Ruotsin liikevaihdon 20 MEUR:oon (kasvu 34 %). Lumagate-kauppa tukee myös yhtiön kasvua Tanskassa ja Norjassa. Odotamme Norjasta 5,2 MEUR liikevaihtoa ja Tanskasta 6,4 MEUR liikevaihtoa. Tanskassa yhtiöllä on ollut viime vuosina selviä haasteita, jotka käsityksemme mukaan on nyt ratkottu.

Odotamme kuluvan vuoden käyttökatemarginaalin parantuvan 9,5 %:iin 8,1

%:sta perustuen lähinnä yhtiön panostuksiin, joilla tehokkuutta parannetaan. Lisäksi vertailukauden luvut ovat melko vaatimattomia, mistä on helppo parantaa. Odotamme IFRS3-poistoista oikaistun osakekohtaisen tuloksen nousevan 0,13 euroon viime vuoden 0,10 eurosta.

Innofactor on aktivoinut Q4'16:stä alkaen toiminnanohjausjärjestelmän kehittämiskustannuksia yhteensä 0,7 MEUR:lla. Tähän liittyen yhtiö odottaa aktivoivansa vielä loppuvuoden ajan kuluja, joiden arvioimme olevan noin 0,5 MEUR. Tämä kasvattaa hieman lähivuosien poistomassaa. Tulosta rasittavat myös yrityskauppoihin liittyvien aineettomien hyödykkeiden kirjanpidolliset IFRS3-poistot noin 2 MEUR:lla vuositasolla. Oikaisemme IFRS3-poistot tuloksesta vertailukelpoisuuden parantamiseksi.

Pitkällä aikavälillä ennusteet

Vuoden 2017 jälkeen arvioimme Innofactorin yltävän nykyrakenteella noin 5 %:n orgaaniseen vuotuisen kasvuun sekä noin 10-12 %:n EBITDA-marginaaliin. Huomioiden erityisesti Ruotsin vahva kasvuympäristö ja Suomen piristynyt taloudellinen tilanne, on yhtiöllä hyvät edellytykset tämän tason kasvuun. Ennusteemme heijastelee IT-palvelumarkkinoiden lähivuosien kasvuvauhtia.

Odotamme yhtiön pystyvän parantamaan kannattavuutta asteittain kohti 11-12 %:n EBITDA-% -tasoa vuosina 2018-2020. Tämä vastaisi käytännössä sektorin keskimääristä kannattavuustasoa. Yhtiöllä pitäisi olla hyvät edellytykset tähän kannattavuustasoon (noin 12

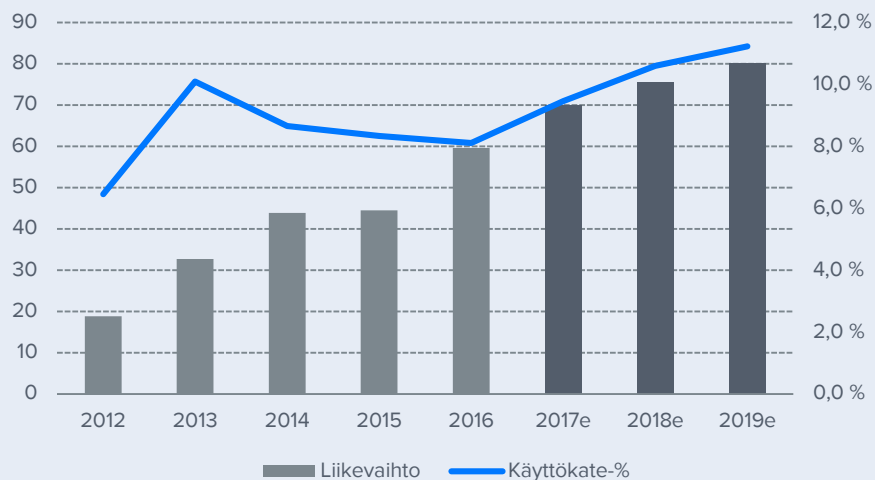
%:n), mutta pidämme ennusteemme vielä toistaiseksi konservatiivisena johtuen viime vuosien heikosta kehityksestä kannattavuudessa. Nostimme 2018-2019 osakekohtaisia tulosennusteita 10 % ja 18 %. Ennusteessamme yhtiön IFRS3-poistoista oikaistu osakekohtainen tulos kasvaa keskimäärin vahvaa noin 16 %:n vauhtia vuosina 2016-2020. Ennustamme osakekohtaisen tuloksen olevan 0,13, 0,16, 0,17 ja 0,19 euroa vuosina 2017-2020.

Strategiakauden lopussa vuonna 2020 Innofactor kasvaa ennusteissamme 5 % 84 MEUR:oon ja käyttökate-% on 11,5 %:n tasolla. Näin ollen yhtiö jää ennusteessamme selvästi 20 %:n orgaanisen kasvun ja 20 %:n käyttökatemarginaalin tavoitteistaan vuonna 2020. Selkeästi tavoitetason alapuolelle jääminen ei kuitenkaan ole osakkeen kannalta negatiivista, sillä markkinat eivät hinnoittele yhtiölle olennaista tulosparannusta.

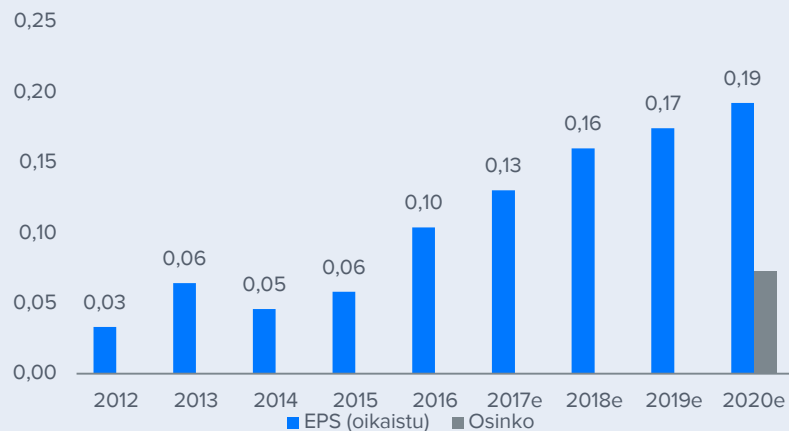
Innofactorilla on taseessa noin 6 MEUR:n verosaaminen, minkä johdosta yhtiön verokulut eivät ole lähivuosina rahavirtavaikutteisia. Tämä tukee noin 0,5 MEUR:lla yhtiön rahavirtaa lähivuosina. Siten osakekohtainen rahavirta tulee lähivuosina olemaan osakekohtaista tulosta korkeampi, mikäli käyttöpääomassa tai investoinneissa ei tapahdu oleellisia muutoksia.

Tulosennusteet

Liikevaihdon ja kannattavuuden kehitys



Osakekohtainen tulos ja osinko



Lyhennetty tuloslaskelma	2012	2013	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e	2020e
Liikevaihto	18,8	32,7	43,8	44,5	59,6	70,0	75,6	80,1	84,1
Käyttökate (EBITDA)	1,2	3,3	3,8	3,7	4,8	6,6	8,0	9,0	9,7
Oikaistu liikevoitto (EBIT)	1,2	2,9	2,3	2,7	4,2	6,0	7,4	8,4	9,2
Oik. liikevoitto-%	6,2 %	8,9 %	5,3 %	6,2 %	7,1 %	8,6 %	9,8 %	10,4 %	10,9 %
Liikevoitto (EBIT)	0,6	2,3	2,4	2,5	2,3	3,9	5,2	6,3	7,3
Tulos ennen veroja	0,6	1,9	1,9	1,9	1,9	3,3	4,6	5,8	7,1
Nettotulos	0,4	1,4	1,6	1,5	1,5	2,6	3,6	4,6	5,7
Osakekohtainen tulos		0,06	0,05	0,06	0,10	0,13	0,16	0,17	0,19
Vapaa kassavirta	-1,8	-2,4	0,4	1,2	-3,5	-2,1	2,5	5,1	5,5

Lähde: Inderes

Avainluvut	2012	2013	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e	2020e
Liikevaihdon kasvu-%	9,4 %	73,7 %	34,1 %	1,4 %	34,1 %	17,4 %	8,0 %	6,0 %	5,0 %
Käyttökate-%	6,5 %	10,1 %	8,7 %	8,3 %	8,1 %	9,5 %	10,6 %	11,2 %	11,5 %
Liikevoitto-%	3,3 %	6,9 %	5,5 %	5,7 %	3,9 %	5,6 %	6,9 %	7,8 %	8,7 %
ROE-%	3,4 %	8,4 %	7,4 %	6,6 %	6,5 %	10,2 %	11,8 %	12,7 %	13,2 %
ROI-%	4,5 %	12,9 %	7,5 %	7,6 %	6,4 %	9,6 %	12,2 %	14,6 %	16,4 %
Omavaraisuusaste	62,1 %	42,1 %	47,4 %	55,8 %	35,4 %	45,0 %	52,2 %	61,3 %	65,2 %
Nettovelkaantumisaste	5,4 %	55,9 %	42,9 %	34,1 %	70,2 %	39,0 %	18,6 %	-5,7 %	-20,4 %

Osakelukuja	2012	2013	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e	2020e
EPS (oikaistu)	0,03	0,06	0,05	0,06	0,10	0,13	0,16	0,17	0,19
Osinko / osake	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,07
Omapääoma / osake	0,46	0,61	0,70	0,73	0,68	0,82	0,92	1,04	1,17

Lähde: Inderes

Kvartaaliennusteet

Tuloskehitys kvartaalitasolla	2015	Q1'16	Q2'16	Q3'16	Q4'16	2016	Q1'17	Q2'17e	Q3'17e	Q4'17e	2017e	2018e	2019e
Liikevaihto	44,5	14,6	15,2	11,8	18,0	59,6	17,5	18,3	14,3	19,9	70,0	75,6	80,1
Käyttökate	3,7	0,9	1,1	0,9	2,0	4,8	1,2	1,3	1,3	2,8	6,6	8,0	9,0
Poistot ja arvonalennukset	-1,2	-0,6	-0,6	-0,6	-0,7	-2,5	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7	-2,7	-2,8	-2,7
Liikevoitto ilman kertaeriä	2,7	0,8	0,9	0,7	1,8	4,2	1,0	1,2	1,1	2,7	6,0	7,4	8,4
Liikevoitto	2,5	0,3	0,4	0,3	1,3	2,3	0,5	0,7	0,6	2,2	3,9	5,2	6,3
Nettorahoituskulut	-0,6	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,4	-0,1	-0,2	-0,2	-0,2	-0,6	-0,6	-0,5
Tulos ennen veroja	1,9	0,2	0,4	0,2	1,2	1,9	0,3	0,5	0,5	2,0	3,3	4,6	5,8
Verot	-0,4	0,0	-0,1	0,0	-0,2	-0,4	-0,1	-0,1	-0,1	-0,4	-0,7	-0,9	-1,2
Vähemmistöosuudet	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettotulos	1,5	0,1	0,3	0,1	1,0	1,5	0,3	0,4	0,4	1,6	2,6	3,6	4,6
EPS (oikaistu)	0,06	0,02	0,02	0,02	0,05	0,10	0,02	0,03	0,02	0,06	0,13	0,16	0,17
EPS (raportoitu)	0,05	0,00	0,01	0,00	0,03	0,05	0,01	0,01	0,01	0,05	0,08	0,10	0,12

Tunnusluvut	2015	Q1'16	Q2'16	Q3'16	Q4'16	2016	Q1'17	Q2'17e	Q3'17e	Q4'17e	2017e	2018e	2019e
<i>Liikevaihdon kasvu-%</i>	1,4 %	30,5 %	34,1 %	26,4 %	43,1 %	34,1 %	20,0 %	20,3 %	21,5 %	10,2 %	17,4 %	8,0 %	6,0 %
<i>Oikaistun liikevoiton kasvu-%</i>	17,9 %	66,7 %	277,0 %	26,2 %	23,9 %	53,8 %	26,6 %	32,5 %	60,7 %	47,0 %	42,4 %	23,3 %	13,1 %
<i>Käyttökate-%</i>	8,3 %	6,3 %	7,0 %	7,3 %	11,0 %	8,1 %	6,6 %	7,3 %	9,0 %	14,2 %	9,5 %	10,6 %	11,2 %
<i>Oikaistu liikevoitto-%</i>	6,2 %	5,4 %	5,9 %	6,0 %	10,1 %	7,1 %	5,7 %	6,5 %	8,0 %	13,5 %	8,6 %	9,8 %	10,4 %
<i>Nettotulos-%</i>	3,5 %	0,9 %	2,1 %	0,8 %	5,5 %	2,6 %	1,6 %	2,3 %	2,6 %	8,0 %	3,8 %	4,8 %	5,7 %

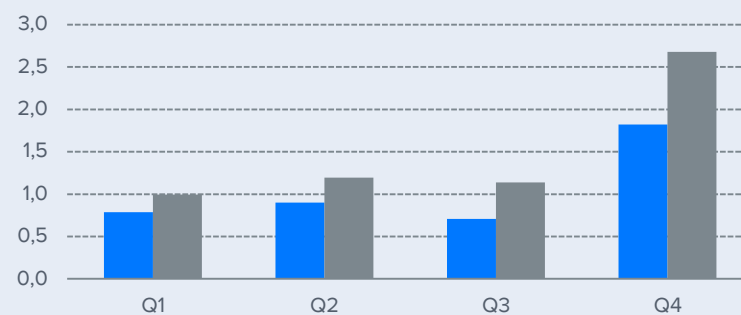
Lähde: Inderes

Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

Liikevoiton (oik.) kehitys kvartaaleittain



■ 2016 ■ 2017e

Arvonmääritys 1/2

Sijoitusnäkemys

Innofactorin hinnoittelu on viimeisen vuoden aikana tapahtuneesta kurssinoususta huolimatta yhä maltillinen eivätkä markkinat odota yhtiöltä erityisen vahvaa tuloskehitystä. Näemme osakkeessa nykyinen arvostustaso huomioiden useita arvoajureita, joista keskeisiä ovat:

- 1) Yhtiön kyky sitoa yrityskauppojen jälkeen organisaatio nyt yhdeksi kokonaisuudeksi yhtenäisellä tarjoomalla, jolloin synergiat maiden välillä saadaan realisoitua.
- 2) Yhtiön kyky saada kaikki maat vähintään IT-palvelumarkkinan tasoiseen, 4-5 %:n orgaaniseen kasvuvauhtiin.
- 3) Yhtiön kyky nostaa kannattavuus paremmalle, vähintään sektorin keskimääräiselle noin 10 %:n tasolle tehokkuuden parantumisen kautta.
- 4) Yhtiölle hyväksyttävän arvostustason nousu erityisesti liiketoiminnan painopisteen siirtyessä tuoteliiketoimintaan. Innofactorilla on sen liiketoiminnassa huomattavasti enemmän jatkuvuutta ja skaalautuvuutta kuin monilla projektiliiketoimintaa tekevilla verokkiyhtiöillä.
- 5) Yhtiön kyky toteuttaa jatkossakin strategiaa tukevia omistaja-arvoa luovia yrityskauppoja. Yritysostojen omistaja-arvon luonti heijastuu erityisesti EPS-kasvuun. Yrityskauppojen suhteellinen merkitys tulee kuitenkin arviomme mukaan pienentymään tulevaisuudessa.

Ennustamamme tuloskehityksen valossa Innofactorin osakkeessa on yhä nousuvaraa, sillä ennustemme lähivuosille ovat melko varovaiset ja tästä huolimatta arvostuskertoimet ovat suhteellisen matalat. Tämä tarjoaa turvamarginaalia riskejä vastaan. Keskeiset riskit ovat mielestämme seuraavat:

- Yrityskauppojen integraatioiden epäonnistuminen. Yhtiöllä on ollut viime vuosina haasteita integraatioissa (Tanska, atBusiness).
- Yhtiön onnistuminen pohjoismaisen organisaation rakentamisessa. Tämä työ on vielä melko alkuvaiheessa.
- Microsoftin markkina-aseman heikentyminen IT-markkinassa yritysratkaisuihin. Tästä ei ole mitään merkkejä.
- IT-markkinan suotuisan syklin kääntyminen, mikä edellyttäisi makrotalouden käännettä heikompaan. Tästä ei ole myöskään nyt merkkejä.
- Yhtiön kyky pitää osaava henkilöstö talossa ja rekrytoida parhaita osaajia, sillä rekrytointi toimii kuumilla osaamisalueilla pullonkaulana. Tämän suhteen yhtiön kasvanut kokoluokka ja kansainvälisyys parantavat houkuttelevuutta työnantajana.

Arvostuskertoimet

Innofactoria on viime vuosina hinnoiteltu melko matalilla arvostuskertoimilla johtuen useammasta pettymyksestä ja näistä seuranneesta heikommasta luottamuksesta yhtiöön. Varovaiset liikevaihto- ja

kannattavuusennusteemme, edelleen matala arvostus ja useampi positiivinen ajuri huomioiden pidämme edelleen osakkeen arvostuskertoimia maltillisina.

Esisijaisesti käyttämämme arvostuskertoimet Innofactorille ovat P/E ja EV/EBITDA. P/B-luvun informaatioarvo on heikko johtuen palveluihin perustuvasta liiketoimintamallista. Osinkotuotto-% ei anna tukea Innofactorin hinnoittelulle myöskään, sillä yhtiön strategian nykyisessä vaiheessa arvonaluonti perustuu osinkojen sijaan edelleen kasvuun.

Ennusteillamme Innofactorin tämän ja ensi vuoden oikaistut P/E-luvut ovat 12,7x ja 10,4x, mikä on houkutteleva arvostustaso yhtiön kasvunopeus ja verokkien arvostus huomioiden. P/E-luvut on oikaistu yrityskauppojen kirjanpidollisista IFRS3-poistoista. EV/EBITDA-kertoimet ovat 10,6 ja 8,9, mitkä ovat linjassa vertailuryhmään nähden. Siten yhtiön hinnoittelu ei ole vertailuryhmään nähden yhtä edullinen EV/EBITDA-kertoimien näkökulmasta, mikä heijastelee osin yhtiön vivutettua pääomarakennetta.

Näkemyksemme mukaan osakkeelle voidaan hyväksyä hieman "normaalia" korkeampi P/E-taso johtuen yhtiön korkeista verosaamisista ja siitä, etteivät verokulut ole yhtiölle rahavirtavaikutteisia. Verosaamisten kirjanpitoarvo on tällä hetkellä 5,7 MEUR, mikä vastaa noin 0,16 euron osakekohtaista arvoa. Jos tämän verosaamisen nykyarvo hinnoiteltaisiin esimerkiksi konservatiivisesti puoleen kirjanpitoarvosta, voitaisiin osakkeelle hyväksyä nyt noin 5 % korkeammat arvostuskertoimet.

Arvonmääritys 2/2

Vertailuryhmä

Näkemyksemme mukaan Innofactor tulee asemoida ensisijaisesti kasvavana IT-palveluyhtiönä, jolla on jonkin verran myös omaa skaalautuvaa ohjelmistoliiketoimintaa. Yhtiötä ei kuitenkaan tule rinnastaa puhtaisiin ohjelmistoyhtiöihin. Vertailuryhmämme koostuu Pohjoismaisista IT-palveluyhtiöistä, joista osalla on myös omaa ohjelmistoliiketoimintaa. Yhtiölle on löydettävissä hyvä pohjoismainen vertailuryhmä, mihin arvostusta voidaan peilata ja tukea.

Yleisesti ottaen IT-palvelusektorin näkymät ovat piristyneet viimeisen vuoden aikana ja kysyntänäkymät ovat erinomaiset, mikä on alkanut heijastua yhä voimakkaampina tuloskasvuodotuksina sektorin yhtiöissä. IT-palvelusektorin arvostustasojen nousun taustalla on ollut sektorin piristyneet kysyntänäkymät sekä osittain myös lisääntynyt yrityskauppojen aktiviteetti. Sektorin yhtiöiden arvostustasot ovat paikoin lähteneet kohoamaan haastavalle tasolle. Samaan aikaan hajonta arvostustasoissa eri yhtiöiden välillä sektorin sisällä on kasvanut. IT-markkinan murroksesta kärsineitä yhtiöitä tai heikomman tuloskehityksen yhtiöitä (kuten Affecto, Digia, Solteq) on alettu hinnoitella selvästi muuta joukkoa alemmin ja alle 1x EV/liikevaihto -kertoimen tasolle. Vastaavasti esimerkiksi Vincitin ja HiQ:n suhteelliset arvostukset ovat kohonneet huomattavasti korkeammalle jopa 2x EV/liikevaihto -kertoimen tasolle. Innofactorin hinnoittelu asettuu sektorin edullisempaan päähän riippuen hieman mitä mittaria tarkastellaan.

Innofactoria hinnoitellaan edelleen yli 20 % alle vertailuryhmän vuoden 2017 ja 2018 P/E-luvuilla.

EV/EBITDA-kertoimen näkökulmasta arvotus kuitenkin näyttää neutraalilta. EV/Liikevaihto -kertoimen osalta yhtiön hinnoittelu on hieman vertailuryhmän tasoa alempi, mikä heijastelee yhtiön verrokkeja heikompaa kannattavuutta.

DCF-analyysi

Annamme arvonmäärityksessä rahavirtamallia suuremman painoarvon arvostuskertoimille, koska DCF:ssä suuri osa arvosta muodostuu pitkällä tulevaisuudessa, mihin näkyvyys on rajallinen. DCF-mallimme osakekohtainen arvo Innofactorin osakkeelle on 1,84 euroa. Ennustemallissamme yhtiö kasvaa lähivuosina 2018-2019 8 %:n ja 6 %:n vauhtia ja saavuttaa noin 12 %:n EBITDA-marginaalin. Pitkällä aikavälillä (2019 jälkeen) kasvu laskee asteittain 3 % tuntumaan ja EBITDA-% vakiintuu 8-9 %:n tasolle, jotta pitkän aikavälin oletusten painoarvo mallissa ei nouse liian suureksi. Mallissa yhtiön tuloslaskelman verot eivät ole rahavirtavaikutteisia Suomessa, koska yhtiö pystyy hyödyntämään voittoja taseen verosaamista vastaan. Mallissa ikuisuusoletuksen (terminal-vuosi) painoarvo on 53 %. Rahavirtamallissa käyttämämme pääoman kustannus (WACC) on 8,3 % ja oman pääoman kustannus 9,2 %.

Herkkyysanalyysi

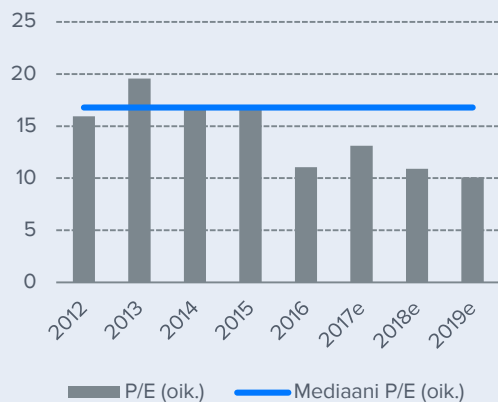
Havainnollistamme oheisessa herkkyysanalyysissä Innofactorin osakkeen muutosherkkyyttä yhtiön kannattavuustasolle (EBITDA-%) sekä liikevaihdon kasvulle 2017-2020. Lisäksi käytämme kiinteää 9,0x EV/EBITDA-kerrointa, vastaten hieman sektoria alempaa arvostusta.

Tumman sininen alue kuvaa näkemyksemme mukaan todennäköisintä skenaariota ja vaaleampi tästä seuraavaa todennäköisyyttä. Valkoinen alue kuvaa potentiaalia muissa skenaarioissa sekä tuottovipua eri kannattavuuksilla. Mikäli yhtiö yltäisi lähivuosina kaksinumeroiseen kasvuun sekä tavoittelemalleen yli 20 %:n EBITDA-%:n tasolle, tarjoaisi osake yli 40 %:n vuosituoton seuraavan 3 vuoden aikana ja osakekurssi nousisi selvästi yli 4 euron tasolle. Mikäli yhtiö yltää ennusteemme mukaiseen kohtalaiseen kehitykseen, tarjoaa osake hyvän reilusti yli 10 %:n vuosituoton.

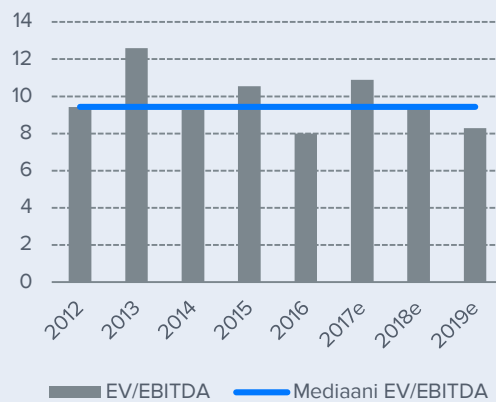
Osakkeen vuotuinen tuotto									
EBITDA-% 2020e	EV/EBITDA x	Liikevaihdon kasvu %, CAGR 17-20e							
		2,0 %	4,0 %	6,0 %	8,0 %	10 %	12 %	14 %	
6 %	9,0x	-11 %	-9 %	-8 %	-6 %	-4 %	-2 %	0 %	
8 %	9,0x	-2 %	0 %	2 %	4 %	6 %	8 %	10 %	
10 %	9,0x	6 %	8 %	10 %	12 %	15 %	17 %	19 %	
12 %	9,0x	13 %	15 %	18 %	20 %	22 %	25 %	27 %	
14 %	9,0x	19 %	22 %	24 %	27 %	30 %	32 %	35 %	
16 %	9,0x	25 %	28 %	31 %	33 %	36 %	39 %	42 %	
18 %	9,0x	31 %	34 %	37 %	39 %	42 %	45 %	48 %	
20 %	9,0x	36 %	39 %	42 %	45 %	48 %	51 %	54 %	

Arvostus yhteenveto

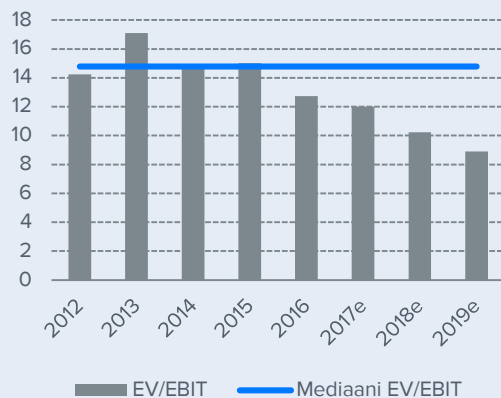
P/E (oikaistu)



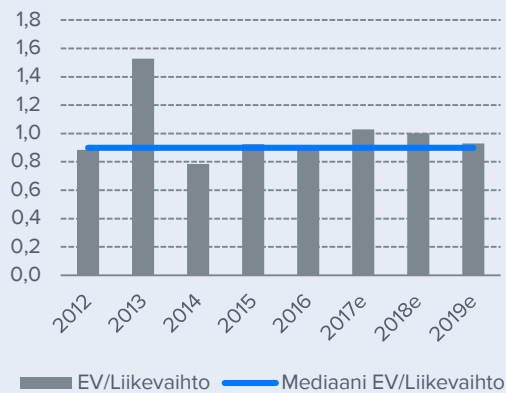
EV/EBITDA



EV/EBIT



EV/Liikevaihto



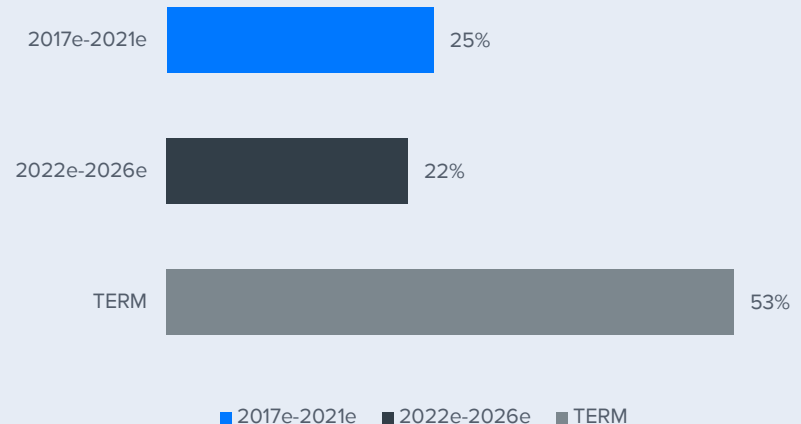
Arvostustaso	2016	2017e	2018e	2019e	2020e
Osakekurssi	1,15	1,66	1,66	1,66	1,66
Markkina-arvo	38	55	60	62	66
Yritysarvo (EV)	54	70	72	68	63
P/E (oik.)	11,1	12,7	10,4	9,5	8,6
P/E	24,6	22,7	16,4	13,7	11,4
P/Kassavirta	-10,7	301,5	12,5	8,9	8,3
P/B	1,7	2,0	1,8	1,5	1,3
P/S	0,6	0,9	0,8	0,7	0,7
EV/Liikevaihto	0,9	1,0	0,9	0,8	0,8
EV/EBITDA	8,0	10,6	8,9	7,6	5,5
EV/EBIT	12,7	11,7	9,7	8,1	6,9
Osinko/tulos (%)	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	50,0 %
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	4,9 %

DCF-kassavirtalaskelma

Kassavirtalaskelma (MEUR)	2016	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	TERM
Liikevoitto	2,3	3,9	5,2	6,3	7,3	8,7	9,3	9,3	9,1	8,3	7,4	
+ Kokonaispoistot	2,5	2,7	2,8	2,7	2,4	1,4	0,9	0,7	0,7	0,8	0,8	
- Maksetut verot	2,0	-0,7	0,0	0,0	-1,5	-1,8	-1,9	-1,9	-1,9	-1,8	-1,6	
- verot rahoituskuluista	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	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	0,1	0,1	
- Käyttöpääoman muutos	6,7	-4,1	-2,4	-1,0	-0,2	-0,3	-0,3	-0,3	-0,2	-0,2	-0,1	
Operatiivinen kassavirta	13,4	1,6	5,5	7,9	8,0	8,1	8,0	7,8	7,7	7,2	6,6	
+ 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	
- Bruttoninvestoinnit	-16,9	-1,4	-0,7	-1,2	-0,7	-0,9	-0,9	-0,8	-0,8	-0,7	-0,8	
Vapaa operatiivinen kassavirta	-3,5	0,2	4,8	6,8	7,2	7,2	7,1	7,0	6,9	6,5	5,8	
+/- 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	-3,5	0,2	4,8	6,8	7,2	7,2	7,1	7,0	6,9	6,5	5,8	93,0
Diskontattu vapaa kassavirta		0,2	4,2	5,5	5,5	5,0	4,6	4,1	3,8	3,3	2,7	43,5
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		82,4	82,2	77,9	72,4	66,9	61,9	57,4	53,2	49,4	46,1	43,5
Velaton arvo DCF		82,4										
- Korolliset velat		-16,7										
+ Rahavarat		0,9										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		0,0										
Oman pääoman arvo DCF		66,6										
Oman pääoman arvo DCF per osake		1,84										

Pääoman kustannus (WACC)	
Vero-% (WACC)	21,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	20,0 %
Vieraan pääoman kustannus	6,0 %
Yrityksen Beta	1,20
Markkinoiden riski-premio	4,75 %
Likviditeettipremio	0,50 %
Riskitön korko	3,0 %
Oman pääoman kustannus	9,2 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	8,3 %

Rahavirran jakauma jaksoittain



Verrokkiryhmän arvostus

Yhtiö	Osakekurssi	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%	
		MEUR	MEUR	2017e	2018e	2017e	2018e	2017e	2018e	2017e	2018e	2017e	2018e
Nixu	7,90	51	51	27,5	17,7	18,3	13,3	1,8	1,4	26,3	18,4		1,9
Affecto	3,60	81	81	9,9	8,0	8,7	6,9	0,6	0,6	14,6	11,4	5,1	5,6
Bouvet	159,00	173	158	11,6	10,2	10,0	8,8	1,0	0,9	16,7	15,5	4,2	4,3
Digia	2,46	66	78	10,1	8,5	3,1	2,8	0,7	0,6	14,4	9,6	3,8	4,2
Enea	71,75	132	116	9,7	9,1	8,0	7,7	1,8	2,0	13,9	12,6	3,3	3,8
HiQ International	57,75	329	304	13,1	12,0	12,5	12,1	1,7	1,6	17,4	16,2	5,7	6,0
Siili	11,89	84	75	12,3	10,2	11,9	9,0	1,2	1,0	18,2	15,5	3,8	4,2
Solteq	1,66	30	50	15,3	14,7	9,2	7,3	0,7	0,6	16,6	13,8	3,6	4,2
Tieto	28,71	2137	2171	14,3	13,3	10,6	9,9	1,4	1,4	16,9	16,3	4,6	4,8
KnowIT	134,50	264	274	8,8	7,8	8,1	7,4	0,8	0,7	14,7	13,2	2,9	2,9
Vincit	8,02	89	90	17,2	13,8		10,4	2,3	2,0	21,7	19,1	2,0	2,5
Innofactor (Inderes)	1,66	55	70	11,7	9,7	10,6	8,9	1,0	0,9	12,7	10,4	0,0	0,0
Keskiarvo				13,6	11,4	10,0	8,7	1,3	1,2	17,4	14,7	3,9	4,0
Mediaani				12,3	10,2	9,6	8,8	1,2	1,0	16,7	15,5	3,8	4,2
Erotus-% vrt. mediaani				-5 %	-5 %	11 %	2 %	-16 %	-4 %	-24 %	-33 %	-100 %	-100 %

Lähde: Reuters / Inderes.

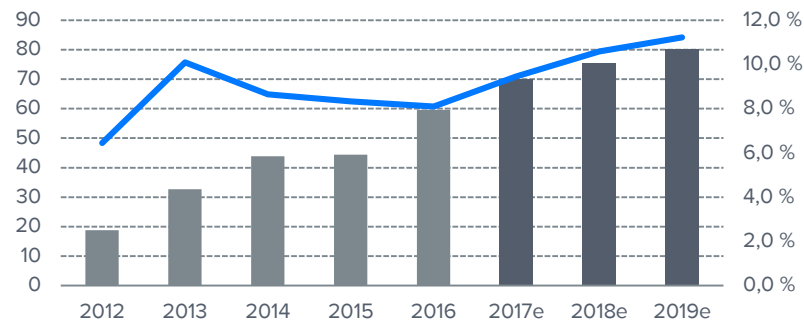
Tuloslaskelma ja tase

(MEUR)	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e
Liikevaihto	44	44	60	70	76	80
Kulut	-40	-41	-55	-63	-68	-71
EBITDA	3,8	3,7	4,8	6,6	8,0	9,0
Poistot	-1,4	-1,2	-2,5	-2,7	-2,8	-2,7
Liikevoitto	2,4	2,5	2,3	3,9	5,2	6,3
<i>Liikevoiton kertaerät</i>	<i>0,1</i>	<i>-0,2</i>	<i>-1,9</i>	<i>-2,1</i>	<i>-2,2</i>	<i>-2,1</i>
<i>Liikevoitto ilman kertaeriä</i>	<i>2,3</i>	<i>2,7</i>	<i>4,2</i>	<i>6,0</i>	<i>7,4</i>	<i>8,4</i>
Rahoituserät	-1,5	-1,6	-1,5	-1,3	-0,7	-0,1
Osuus osakkuusyrityksien tuloksesta	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Voitto ennen veroja	1,9	1,9	1,9	3,3	4,7	6,0
Muut erät	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Verot	-0,4	-0,4	-0,4	-0,7	-1,0	-1,2
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettotulos	1,6	1,5	1,5	2,6	3,8	4,8
<i>Nettotulos ilman kertaeriä</i>	<i>1,5</i>	<i>1,7</i>	<i>3,4</i>	<i>4,7</i>	<i>6,0</i>	<i>6,9</i>
Satunnaiset erät	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Tilikauden tulos	1,6	1,5	1,5	2,6	3,8	4,8
<i>Osakekohtainen tulos</i>	<i>0,05</i>	<i>0,05</i>	<i>0,05</i>	<i>0,07</i>	<i>0,10</i>	<i>0,12</i>
Osakekohtainen tulos (oikaistu)	0,05	0,06	0,10	0,13	0,16	0,17

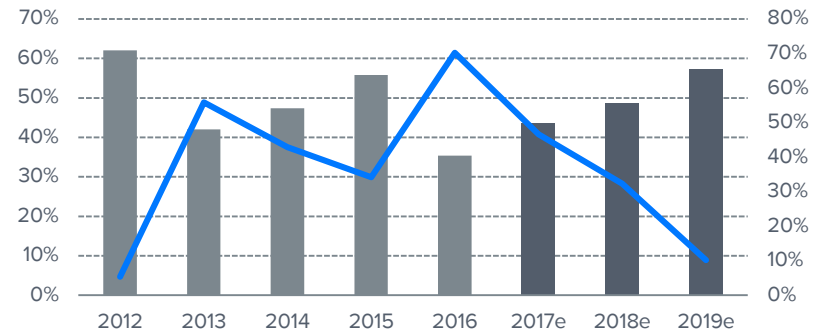
Vastaavaa (MEUR)	2014	2015	2016	2017e	2018e
Pysyvät vastaavat	31	30	43	41	38
Liikearvo	20	20	28	28	28
Aineettomat oikeudet	3	3	9	7	5
Käyttöomaisuus	1	1	1	1	1
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0	0	0	0	0
Muut sijoitukset	0	0	0	0	0
Muut pitkäaikaiset varat	0	0	0	0	0
Laskennalliset verosaamiset	7	7	6	5	4
Vaihtuvat vastaavat	16	14	20	24	27
Varastot	0	0	0	0	0
Muut lyhytaikaiset varat	0	0	0	0	0
Myyntisaamiset	15	13	19	22	25
Likvidit varat	1	1	1	2	2
Taseen loppusumma	47	44	64	66	65

Vastattavaa (MEUR)	2014	2015	2016	2017e	2018e
Oma pääoma	22	25	23	30	34
Osakepääoma	2	2	2	2	2
Kertyneet voittovarot	2	3	4	7	11
Omat osakkeet	0	0	0	0	0
Uudelleenarvostusrahasto	0	0	0	0	0
Muu oma pääoma	18	19	16	21	21
Vähemmistöosuus	0	0	0	0	0
Pitkäaikaiset velat	9	6	11	11	7
Laskennalliset verovelat	1	1	2	2	2
Varaukset	0	0	0	0	0
Lainat rahoituslaitoksilta	8	5	9	9	6
Vaihtovelkakirjalainat	0	0	0	0	0
Muut pitkäaikaiset velat	0	0	0	0	0
Lyhytaikaiset velat	16	14	30	26	24
Lainat rahoituslaitoksilta	3	4	8	5	3
Lyhytaikaiset korottomat velat	13	9	22	21	21
Muut lyhytaikaiset velat	0	0	0	0	0
Taseen loppusumma	47	44	64	66	65

Liikevaihdon ja kannattavuuden kehitys



Taseen avainlukujen kehitys



Riskiprofiili



Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

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 esittäjensä näkemyksiä. Inderes ei vastaa esitettyjen tietojen sisällöstä tai paikkansapitävyydestä. Inderes tai sen työntekijät eivät myöskään vastaa raporttien perusteella tehtyjen sijoitus 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/kannanottojen mahdollisista muutoksista.

Mahdolliset kannanotot, arviot ja ennusteet ovat esittäjensä 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/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 sijoitus päätöksensä 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 suosituskin myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitus suosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään neljä kertaa vuodessa yhtiöiden osavuosikatsausten yhteydessä, mutta suosituksia ja tavoitehintoja voidaan muuttaa myös muina aikoina markkinatilanteen mukaisesti. Annetut suositukset tai tavoitehinnat eivät takaa, että osakkeen kurssi kehittyisi tehdyn arvion mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonmääritysmenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF) ja lisäarvomalli (EVA), 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 nousuvaraan 12-kk tavoitehintaan:

Osta	>15 %
Lisää	5-15 %
Vähennä	-5-5 %
Myy	< -5 %

Inderesin tutkimusta laatiineilla analyytikoilla tai Inderesin työntekijöillä ei voi olla 1) merkittävän taloudellisen edun ylittäviä omistuksia tai 2) yli 1 %:n omistussuosuuksia 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 laatiineen 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 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 liikkeeseen laskijan kanssa sopimuksen, jonka osana on tutkimusraporttien laatiminen.

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

Suositus historia

Päivämäärä	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
25.6.2015	Lisää	1,10 €	1,00 €
22.7.2015	Lisää	1,00 €	0,90 €
21.10.2015	Vähennä	0,80 €	0,79 €
22.12.2015	Vähennä	0,90 €	0,90 €
2.3.2016	Vähennä	1,00 €	0,96 €
27.4.2016	Lisää	1,00 €	0,94 €
11.7.2016	Lisää	0,95 €	0,86 €
20.7.2016	Lisää	1,05 €	0,92 €
11.10.2016	Osta	1,20 €	1,03 €
25.10.2016	Lisää	1,20 €	1,12 €
8.3.2017	Lisää	1,50 €	1,32 €
7.4.2017	Osta	1,50 €	1,27 €
4.5.2017	Osta	1,70 €	1,47 €
20.6.2017	Lisää	1,85 €	1,66 €

Inderes Oy



2015

Ennustetarkkuus



2014, 2016, 2017

Suosituustarkkuus



2014, 2015, 2016

Suositus- ja
ennustetarkkuus



2012, 2016

Suosituustarkkuus



2012, 2016, 2017

Suositus- ja
ennustetarkkuus



2017

Suosituustarkkuus



2017

Suosituustarkkuus

Inderes on suomalainen pankeista riippumaton analyysipalvelu. Löydämme sijoittajille parhaat sijoituskohteet ja teemme pörssistä paremman markkinapaikan yhdistämällä sijoittajat ja yhtiöt huippulaadukkaan osakeanalyysin avulla. Inderesin aamukatsaus, mallisalkku ja palkittuihin analyysihin pohjautuvat suositukset tavoittavat päivittäin yli 30 000 kotimaista osakesijoittajaa. Helsingin pörssin kattavin aktiivinen osakeseurantamme sisältää yli 90 kotimaista pörssiyhtiötä, joita analysoimme päivittäin yli 10 analyytikon tiimillä.

Inderes Oy

Itämerentori 2

00180 Helsinki

+358 10 219 4690

twitter.com/nderes

Palkittua analyysiä osoitteessa www.nderes.fi

**Analyysi kuuluu
kaikille.**

www.inderes.fi