

Innofactor

Vuosipäivitys

7/2016

**inde
res.**

Potentiaalin realisoitumisesta odotetaan signaaleja

Toistamme lisää-suosituksen ja laskemme Innofactorin tavoitehinnan 0,95 euroon (aik. 1,00 EUR). Näkemyksemme mukaan Innofactorin osakkeen arvostustaso on yhtiön tulokuntoon ja markkinanäkymiin nähden kohtalainen. Yhtiön osakekurssin selvä nousu nykytasolta on riippuvainen operatiivisen toiminnan ja tulevien yrityskauppojen onnistumisesta.

Matkalla pohjoismaiseksi Microsoft-osaajaksi

Innofactor on saavuttanut vahvan aseman Suomen markkinalla, mikä luo edellytykset voimakkaammalle kansainvälistymiselle. Innofactor jatkaa Pohjoismaista laajennustaan vuodenvaihteessa ostamalla ruotsalaisen CRM- ja xRM-osaajan. Seuraavaksi odotamme yhtiön fokuoituvan Norjan markkinaan ja näkemyksemme mukaan seuraava yritysosto jo tänä vuonna on mahdollinen. Norjaan laajentumisen jälkeen yhtiöllä olisi kasassa alusta, jonka päälle vahvan Pohjoismaisen Microsoft-toimijan rakentaminen voisi alkaa. Orgaanisen kasvun lisäksi Innofactor tarvitsisi noin 20 MEUR lisää liikevaihtoa yritysostoista, jotta 2017 ulottuvaan strategiaan tavoitteeseen päästäisiin.

Suomi ja Ruotsi kehittyvät hyvin, Tanskassa haasteita

Innofactorin Q1-raportti oli odotuksen mukainen, mutta maantieteelliset suoritukset olivat vaihtelevat. Seuraamme yhtiössä erityisesti Ruotsin vahvan kasvun jatkumista sekä tuloksia tuotteiden ristiinmyynnin toimivuudesta Suomen ja Ruotsin välillä. Tanskassa yhtiön kehitys on ollut selkeä pettymys ja yhtiöllä on ollut maassa ongelmia, jotka ovat painaneet vuoden 2016 tulosodotuksiamme. Odotamme tuloksia käänteestä Tanskan uudelta johdolta. Suomessa Innofactorin kehitys on ollut kohtalaista, markkinanäkymät ovat piristyneet ja kilpailukykysojimus voi potentiaalisesti tukea yhtiön tulosnäkyä.

Microsoftin asema edelleen vahva

Innofactorin päämiehen Microsoftin asema IT-markkinalla yritysratkaisuihin on säilynyt arviomme mukaan hyvin vahvana eikä siten riippuvuus yhdestä päämiehestä aiheuta yhtiölle uhkatekijää tällä hetkellä. Microsoftin kasvu on ollut viime vuosina vahvaa tarkasteltaessa Innofactorin kannalta keskeisiä yritysratkaisujen alueita. Lisäksi Microsoftin asema pilvimurroksen eri osa-alueilla on vahva ja yhtiön pilviratkaisut kasvavat kovaa ja ovat jo 10 miljardin vuosiluokkaa. Microsoftin matkapuhelinliiketoiminnasta poistumisella emme usko olevan suurempia vaikutuksia Innofactoriin. LinkedIn-kaupan näemme vahvistavan Microsoftin yritysasiakaspuolta. Erikoistuminen Microsoft-teknologioihin luo Innofactorille sen tärkeimmän kilpailuedun, mutta samalla se tekee yhtiön strategiasta haavoittuvaisen, mikäli Microsoftin asema markkinalla lähtisi murentumaan.

Matala arvostus ja potentiaalia parempaan

Vuosien 2016 ja 2017 ennusteillamme Innofactorin P/E-luvut ovat 17,5x ja 11,8x sekä vastaavat EV/EBITDA-luvut 8,1x ja 6,6x. Arvostus on vaihtelevasti hinnoiteltuun vertailuryhmään nähden hieman keskiarvon alapuolella. Arvostuksen selkeä nousu edellyttäisi yhtiöltä operatiivisten mahdollisuuksien realisoitua ja onnistuneita yrityskauppoja. Yhtiö ei perinteisesti ole jakanut osinkoa, sillä kasvustrategiaa on pyritty rahoittamaan tulo-rahoituksella.

Analyytikot

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



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

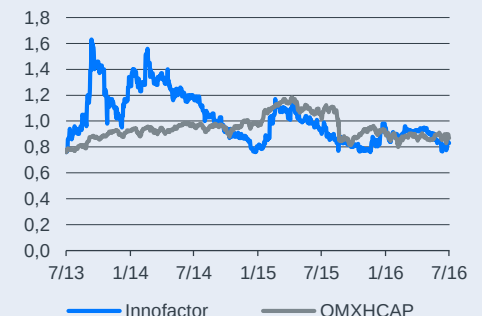


Suositus

Lisää

Tavoitehinta: 0,95 €

Edellinen: 1,00 €



Lähde:

Edellinen päätös **0,86 EUR**

12 kk vaihteluväli **0,76-1,09 EUR**

Potentiaali **+11 %**

Avainluvut

	2015	2016e	2017e
Liikevaihto	44,5	58,7	61,6
- kasvu-%	1 %	32 %	5 %
EBITDA	3,7	5,0	6,1
- EBITDA-%	8,3 %	8,5 %	9,9 %
Tulos ennen veroja	1,9	2,0	3,3
Nettotulos	1,5	1,6	2,6
EPS	0,06	0,05	0,07

Lähde: Innofactor, ennuste Inderes

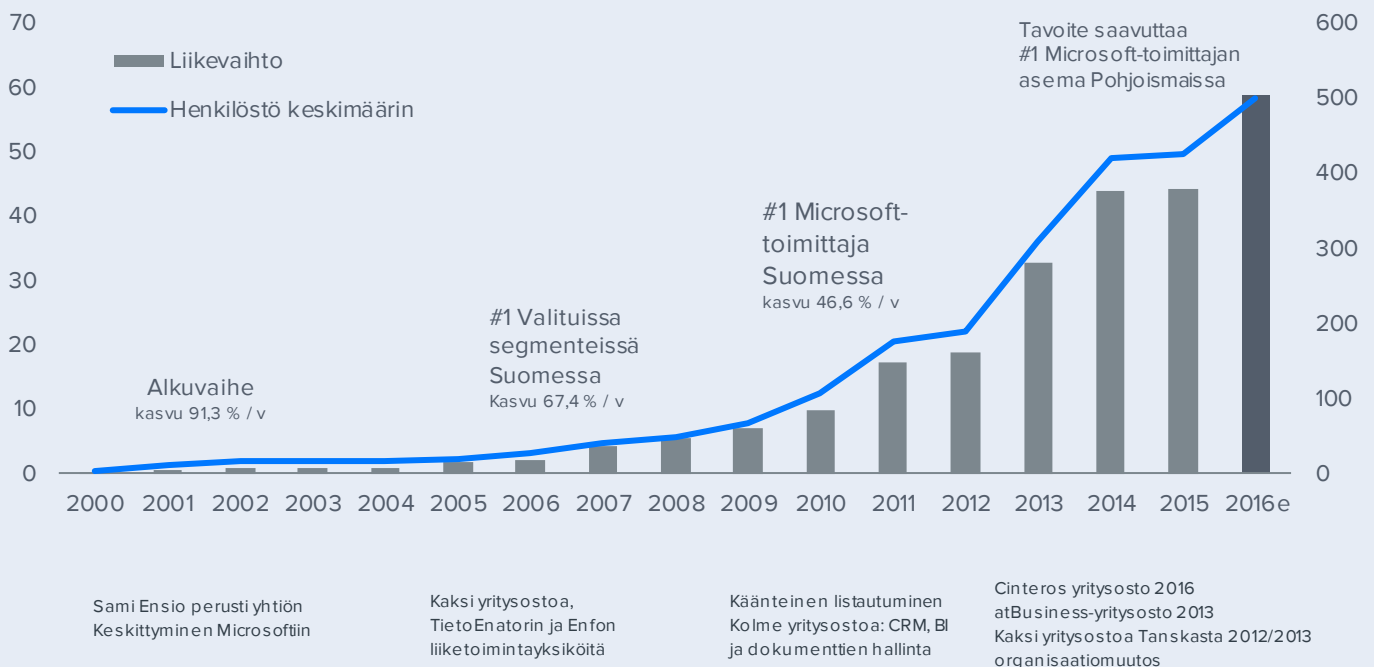
	2014	2015e	2016e
Osakekurssi, EUR	0,98	0,86	0,86
Markkina-arvo MEUR	33	28	31
EV, MEUR	41	40	40
P/E	16,8	17,5	11,8
EV/Sales	0,7	0,5	0,5
EV/EBITDA	10,5	8,1	6,6
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %

Innofactor yhteenveto

Sijoitusnäkemys

Arvoajurit	➤	- Kannattavaa orgaanista- ja yrityskauppavetoista kasvua - Hyvät edellytykset toimia Microsoft-talojen konsolidoijana - Hyvä track-record yrityskauppavetoisesta kasvusta	➤	 Lisää Tavoitehinta: 0,95 €
Riskitekijät	➤	- Kansainvälistyminen ja yrityskaupat nostavat riskitasoa - Tanskan heikkouden jatkuminen - Microsoftin markkina-aseman heikentyminen		
Arvostus	➤	- Ruotsin toimintojen vahva kasvu ja ristiinmyynnin onnistuminen mahdollistaisi korkeammat kertoimet - Arvostuksen nousu onnistuneiden yrityskauppojen kautta - Osake hinnoiteltu verrokkiryhmän alapuolelle		

Liiketoiminnan kehitys



Lähde: Innofactor, ennuste Inderes

Arvostus 2016e



Sisällysluettelo

Innofactor yhteenveto	3
Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	5
Innofactorin liiketoiminta	8
Toimiala ja kilpailu	9
Strategia ja kilpailuedut	16
Strategia	20
Taloudellinen tilanne	21
Ennusteet ja arvostus	23
Arvostus	27
Avainluvut	28
Tuloslaskelma, tase ja DCF-malli	29
Vuosineljännesennusteet ja tiivistelmä	30
Vastuuvapauslauseke	32

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli

Innofactor on Suomen johtava Microsoft-ratkaisuihin keskittynyt ohjelmistotoimittaja sekä yksi johtavista toimittajista Pohjoismaiden tasolla. Yhtiön liiketoiminta koostuu liiketoimintakriittisten Microsoft-ratkaisujen toimitusprojekteista, ylläpitopalveluista sekä yhtiön omien Microsoftin teknologioihin perustuvien ohjelmistotuotteiden ja -palveluiden kehityksestä. Innofactor on kasvanut vuoden 2000 perustamisen jälkeen Suomessa voimakkaasti orgaanisesti ja yritysostoin sekä pysynyt samalla hyvin kannattavana. Yhtiö on saavuttanut kotimaassa merkittävän aseman ja laajentunut vuosina 2012-2013 Tanskaan kahdella yritysostolla sekä Ruotsiin viime vuoden lopulla tehdyllä yritysostolla. Innofactorin liikevaihto vuonna 2015 oli 44 miljoonaa euroa ja se työllisti yli 400 henkilöä. Ruotsalaisen Cinteros-kaupan myötä yhtiön henkilöstön määrä nousee yli viiteensataan ja odotamme tämän vuoden liikevaihdon nousevan 59 miljoonan euroon.

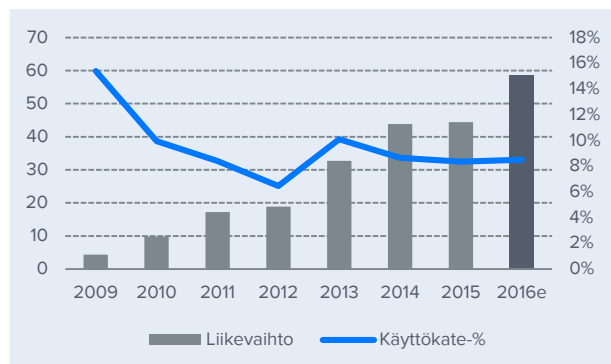
Yhtiökuvaus

Yrittäjävetoinen kasvuyhtiö

Vuonna 2000 perustettu Innofactor on Pohjoismaiden johtavia Microsoft-ratkaisuihin keskittyneitä ohjelmistotoimittajia. Yhtiön liiketoiminta koostuu järjestelmäintegraattorina toimimisesta IT-projekteissa sekä omien ohjelmistotuotteiden ja -palveluiden kehittämisestä ja myynnistä. Yhtiössä työskentelee 500 henkilöä Suomessa, Tanskassa ja Ruotsissa.

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 ostanalla atBusiness Oy:n, joka oli yksi yhtiön keskeisiä kilpailijoita Suomessa. Lisäksi yhtiö on laajentunut Tanskaan kahdella yrityskaupalla. Viime vuoden lopulla Innofactor osti Ruotsin johtaviin Microsoft-pohjaisiin ratkaisuihin keskittyneen IT-palveluyhtiö Cinteroksen. Innofactorin perustajayrittäjä Sami Ensio toimii yhtiön toimitusjohtajana ja on myös yhtiön suurin omistaja 23 %:n omistusosuudella.

Innofactorin kasvu- ja kannattavuuskehitys

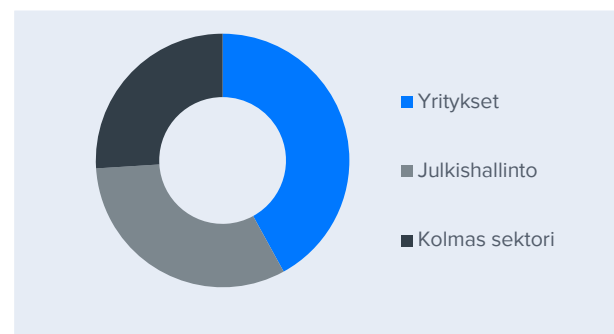


Lähde: Innofactor, ennuste Inderes

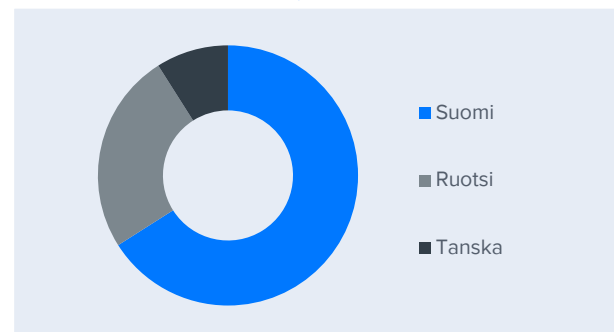
Päämarkkina kotimaassa

Innofactorin asiakkaina on yli 1200 yritystä ja julkishallinnon organisaatiota Suomessa, Ruotsissa, Tanskassa ja muualla Euroopassa. Kymmenen suurinta asiakasta toi noin 30 % (23 % ennen Cinterosta vuonna 2015) yhtiön liikevaihdosta Q1'16. Yhtiö keskittyy palvelemaan keskisuuria ja suuria yrityksiä sekä julkishallintoa. Innofactorin liikevaihto vuonna 2015 oli 44 MEUR ja arvioimme Cinteroksen liikevaihdon olleen noin 11 MEUR. Cinteros-kaupan myötä vuoden 2016 ensimmäisellä neljänneksellä yhtiön liikevaihdosta noin 42 % tuli yritysasiakkailta, 32 % julkishallinnosta ja 26 % kolmannelta sektorilta. Cinteros-kaupan myötä maantieteellinen hajautus parani huomattavasti ja liikevaihdosta 66 % tuli Suomesta, 25 % Ruotsista ja 9 % Tanskasta.

Liikevaihto asiakassektoreittain Q1'16



Liikevaihto maittain Q1'16

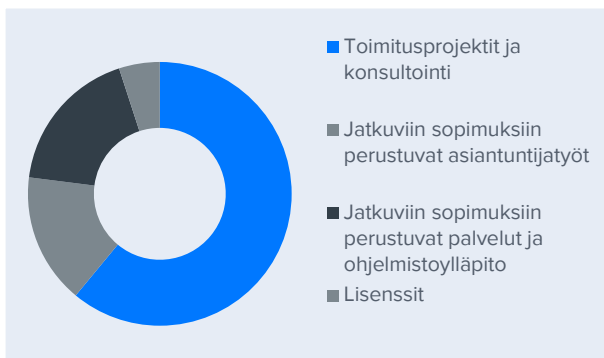


Lähde: Innofactor

Liiketoimintamalli

Liiketoimintamalliltaan Innofactor on pääasiassa projektiliiketoimintaa tekevä IT-palveluyhtiö, joka on kehittänyt myös omia skaalautuvia ohjelmistotuoteratkaisuja tukemaan palveluliiketoimintaa. Vuoden 2015 liikevaihdosta 72 % (68 %) tuli järjestelmäintegraatiopalveluista, 24 % (23 %) jatkuvista palvelusopimuksista ja 4 % (9 %) lisenssimyynnistä. Uuden liikevaihtoluokittelun mukaisesti Q1-liikevaihdosta 61 % tuli toimitusprojekteista ja konsultoinnista, 16 % jatkuviin sopimuksiin perustuvasta asiantuntijatyöstä, 18 % jatkuviin sopimuksiin perustuvasta palvelu ja ohjelmistoylläpidosta sekä 5 % lisenssimyynnistä.

Liikevaihto toiminnoittain Q1'16



Lähde: Innofactor

Innofactorin ydinliiketoimintaa on toimia Microsoft-ekosysteemissä järjestelmäintegraattorina. Pienehkönä toimijana Innofactorin on erikoistuttava tietylle osaamisalueelle IT-markkinassa, minkä suhteen yhtiö uskoo sen kilpailuedun syntyvän erityisesti Microsoft-ratkaisuihin erikoistumisesta. Yhtiön ratkaisutarjonta on laaja ja kattaa kaikki keskeiset alueet Microsoftin yritysratkaisuihin. Ratkaisut voidaan toimittaa asiakkaalle Microsoftin pilviympäristöstä, Innofactorin konesalista tai asiakkaan omasta ympäristöstä.

Innofactor kehittää myös omia ohjelmistotuotteita tukemaan Pohjoismaista järjestelmäintegraattoriliiketoimintaa. Omat tuotteet tuovat kilpailuetua projektiliiketoimintaan ja lisäävät liiketoiminnan skaalautuvuutta. Lisäksi yhtiö kehittää valittuja erillisiä ohjelmistotuotteita, joilla on kansainvälistä potentiaalia. Tällainen tuote on esimerkiksi yhtiön kehittämä oppimisen analytiikkapalvelu Skilli. Näkemys mukaan Skilli on mielenkiintoinen mahdollisuus. Myyntiä ollaan nyt ensimmäisenä ajamassa ylös Suomessa, mutta Suomen markkinan pienen koon takia tuotteen skaalaamisen saavuttaminen edellyttää kansainvälistymistä. Innofactorin omien lisenssien myynnin osuus liikevaihdosta oli viime vuonna noin 2 %. Omien ohjelmistotuotteiden myynti on luonnollisesti täysin skaalautuvaa liikevaihtoa. Innofactor käytti omien ohjelmistotuotteiden tuotekehitykseen viime vuonna 2,5 MEUR joka vastaa 5,6 % liikevaihdosta (2014:

2,0 MEUR ja 4,5 % liikevaihdosta). Innofactor kuitenkin odottaa tuotekehityskustannusten nousevan tulevina vuosina ja jopa lähelle historiallista 10 % tasoa yhtiön panostaessa yhä enemmän omiin ohjelmistoihin.

Kolmansien osapuolten lisenssien osuus Innofactorin myynnistä oli viime vuonna noin 2 % (2014: 3 %). Kolmansien osapuolten (käytännössä Microsoft) lisenssien jälleenmyynnissä kate on arviomme mukaan tyypillisesti 20-30 %, mutta alalla on katteissa tällä hetkellä trendinomaista painetta.

Missio ja visio

Innofactorin missiona on vahvistaa sen asiakkaiden kilpailukykyä oivallisilla IT-ratkaisuilla, tuotteilla ja palveluilla. Yhtiön visiona on olla Microsoft-pohjaisten ratkaisuiden ykköstoimittaja Pohjoismaissa. Strategian perustana on voimakas keskittyminen Microsoftin teknologioihin.

Yhtiön mukaan keskeisimmät valinnat kilpailukykyyn saavuttamiseksi ovat:

- Syvälinen osaaminen yrityksistä, julkishallinnon ja kolmannen sektorin asiakkaista Pohjoismaissa
- Parhaat pohjoismaiset asiantuntijat Microsoft-ekosysteemissä
- Kokonaisvaltainen Microsoft-pohjainen tarjonta, tuotteet ja palvelut
- Nopea toimitus ja lisäarvoa tuottava asiakastuki

Innofactor tavoittelee vuosina 2014-2017 keskimäärin 25-35 prosentin vuosikasvua sekä yli 10 %:n käyttökatemarginaalia jokaisena vuotena strategiakaudesta. Yrityssostot ovat yhtiön strategian ja kasvutavoitteen saavuttamisen keskiössä ja odotamme yhtiön tekevän lähivuosien aikana useita yrityskauppoja Pohjoismaissa ja erityisesti Norjassa. Innofactor on saavuttanut jo vahvan aseman kotimarkkinallaan Suomessa, mikä luo yhtiölle hyvän perustan kansainvälistymiselle. Tällä hetkellä markkinoilla ei ole muita merkittäviä Pohjoismaiden tasolla toimivia Microsoft-ratkaisuihin erikoistuneita yrityksiä.

Sijoittajaprofiili: oman sektorinsa konsolidoija

Sijoittajille Innofactor profiloituu nopeasti kasvavana IT-yhtiönä, joka toimii oman segmenttinsä konsolidoijana Pohjoismaissa. Yhtiö tavoittelee lähivuosina voimakasta kasvua, missä ajureina on markkinaa nopeampi orgaaninen kasvu sekä yrityskaupat.

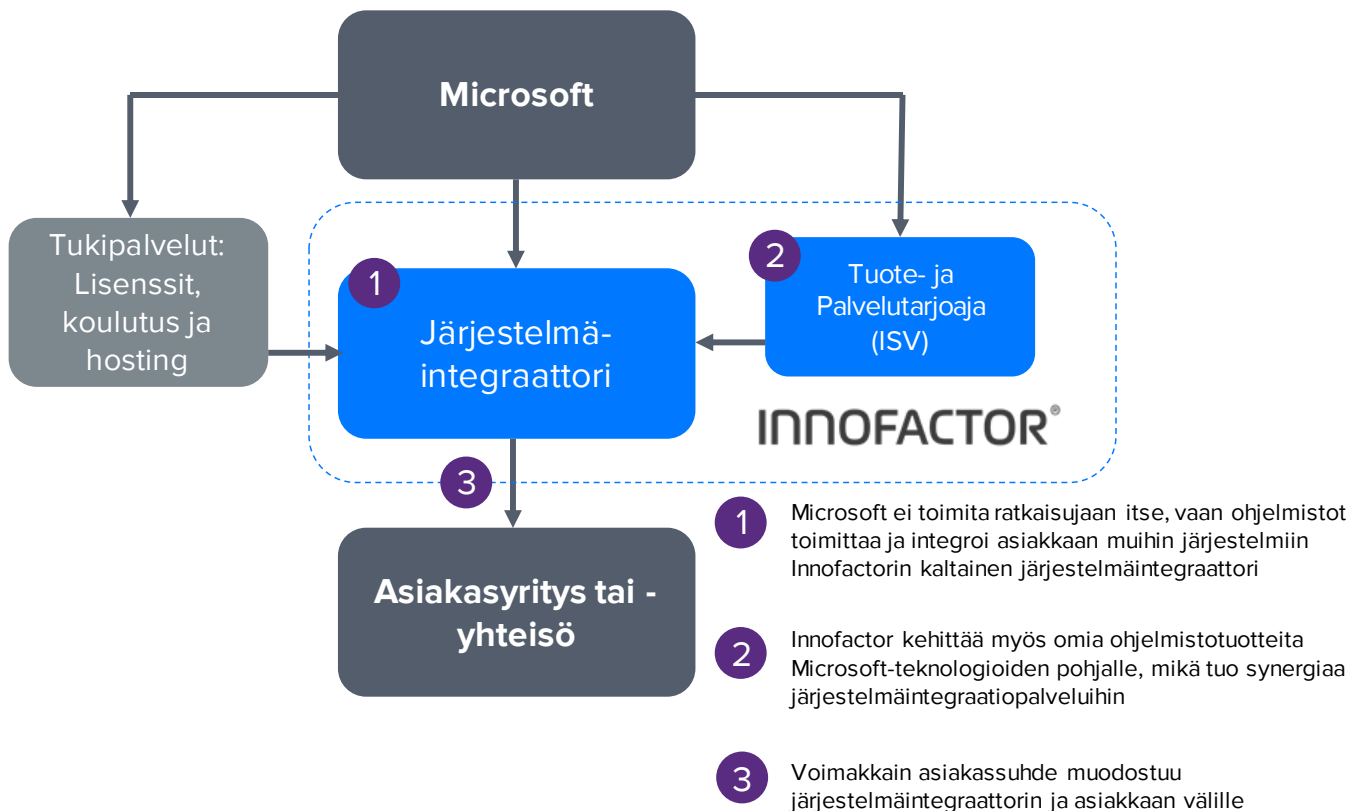
Innofactorilla on kohtalaisen hyvä pitkän ajan track-record niin orgaanisesta kuin yritysostoin tapahtuvasta kasvusta. Tätä kasvutarinaa jatkamalla yhtiö pyrkii nousemaan Pohjoismaiden johtavaksi Microsoft-ratkaisuihin keskittyväksi toimijaksi. Tällä hetkellä Innofactor toimii pääasiassa Suomessa, Ruotsissa ja Tanskassa. Lähivuosina yhtiö pyrkii laajentamaan toimintaansa myös muihin Pohjoismaihin ja erityisesti Norjaan, mikä tulee edellyttämään yritysostoja.

Innofactorin arvonmuodostus tulee pitkällä aikavälillä näkemyksemme mukaan nojaamaan voimakkaasti yhtiön kykyyn toteuttaa onnistuneita yrityskauppoja Pohjoismaissa. Kasvutavoitteiden perusteella Innofactor pyrkii nousemaan 80-110 miljoonan euron liikevaihtoluokkaan tämän vuosikymmenen lopulla. Ennusteidemme mukaan Innofactor tulee tarvitsemaan vielä noin 20 MEUR:n liikevaihdon yrityskaupoista, jotta strategiatavoitteeseen päästäisiin.

Mikäli yhtiö onnistuu tulevissa yrityskaupoissa ja näissä tavoitteissa, on yhtiöllä hyvä edellytykset kasvattaa merkittävästi omistaja-arvoa. Kääntöpuolena sijoittajalle strategiassa on kasvuun ja yrityskauppoihin liittyvät riskit.

Innofactor henkilöityy vahvasti suurimpaan omistajaan, yhtiön perustaja ja toimitusjohtaja Sami Ensioon, joka omistaa Innofactorista noin 23 %. 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.

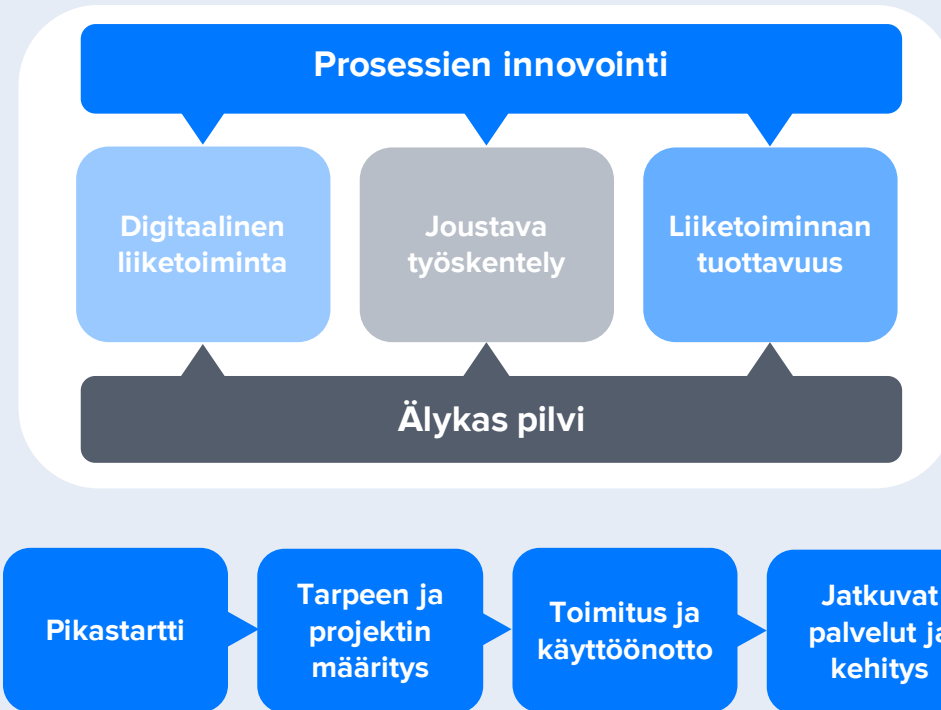
Innofactorin rooli Microsoft-ekosysteemissä



Lähde: Innofactor, Inderes

Innofactorin liiketoiminta

Innofactorin ratkaisualueet ja prosessi



Lähde: Innofactor

Ratkaisualueiden kuvaus



Lähde: Innofactor

Toimiala ja kilpailu

Suomen IT-palvelumarkkina toimii keskeisenä makrotason ajurina Innofactorin liiketoiminnalle. Ruotsin ja Tanskan markkinoiden merkitys on pienempi niiden edustaessa noin kolmannesta yhtiön liikevaihdosta. Suomen IT-palvelumarkkina on kooltaan hieman yli kolmen miljardin arvoinen. Suomessa IT-palvelumarkkinan kasvu on ollut taloustilanteen takia nihkeää usean vuoden ajan mutta viime aikoina markkinoilla on ollut havaittavissa selviä piristymisen merkkejä useiden tapaamiemme yhtiöiden kommenttien perusteella. Markkinalla on tapahtunut myös selkeää kahtiajakoa, jossa monet pienemmät modernien digitaalisten palveluiden kehittäjät ovat pystyneet kasvamaan viime vuosina voimakkaasti orgaanisesti, vaikka kokonaismarkkina on polkenut paikallaan. Vastaavasti suuret perinteistä tietojärjestelmäkehitystä tekevät suuret IT-generalistit ovat joutuneet vähentämään työvoimaa rajusti. Innofactor uskoo Microsoft-ratkaisujen menestyvän haastavassa IT-palvelumarkkinassa pitkällä aikavälillä muita teknologioita paremmin. Arviomme mukaan Microsoftin asema IT-markkinalla ja pilvimurroksessa on säilynyt hyvänä ja Microsoftin kasvu keskeisillä yritysratkaisujen alueilla on vahvaa.

IT-palvelumarkkinat

Kokonaismarkkina kasvaa hitaasti

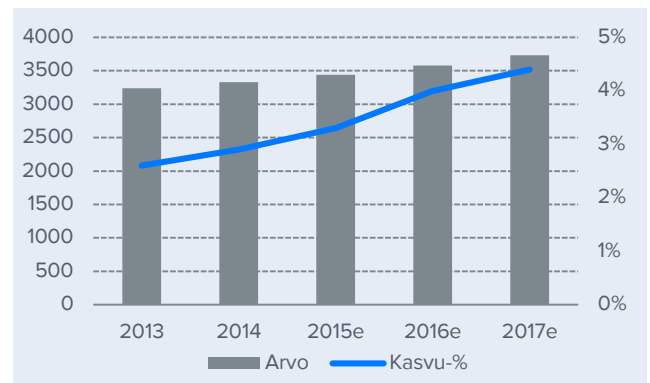
Suomen ICT-markkinan koko on Gartnerin (Marketvisio) arvion mukaan hieman yli 6 miljardia euroa (sisältäen laitemyynnin), mistä IT-palvelumarkkinan koko on noin puolet. Pohjoismaiden (Ruotsi, Norja, Suomi, Tanska) IT-palvelumarkkinan koko on noin 14,4 miljardia euroa ja Suomen osuus tästä noin viidennes (IDC).

Yritysten ja julkishallinnon kysyntä liiketoiminnan tehokkuutta parantaville ja konkreettisia kustannussäästöjä tuoville IT-ratkaisuille jatkuu tyypillisesti hyvänä myös taantumaolosuhteissa. Niiden ohjelmistojen hankintaa lykätään, jotka eivät ole liiketoiminnan kannalta kriittisiä tai välttämättömiä. Lisäksi IT-hankinnat painottuvat taantumassa pienempiin ja nopeasti toimitettaviin projekteihin.

Talouden syklit vaikuttavat eri tavalla myös asiakassektoreihin ja niiden IT-hankintojen aktiviteettiin. Innofactor toimii yrityspuolella useilla eri toimialoilla ja asiakaskunta on laajasti hajautunut, joten yhtiön sektorikohtaiset riskit ovat pieniä. Yhtiö on kuitenkin hyvin riippuvainen julkisen ja kolmannen sektorin asiakkuuksista (yli puolet liikevaihdosta).

Markkinatilannetta julkisella sektorilla heikentävät Suomen julkisen talouden ongelmat. Innofactor on kuitenkin tähän mennessä menestynyt julkisella sektorilla hyvin eikä yhtiö ole erityisemmin valitellut sektorin heikkoutta tai kilpailua. Tämä osin kertoo Innofactorin osaamisesta ja kyvystä toimia julkisen sektorin asiakkaissa. Suomen julkisen talouden haasteet ja niistä johtuvat IT-investointien mahdolliset leikkaukset ovat kuitenkin Innofactorille markkinariski, vaikka digitalisaatio lieventää painetta.

Suomen IT-palvelumarkkinan kasvu 2013-2017



Lähde: MarketVisio/Gartner

Markkinan kasvunäkymät

Markkinatutkimusyhtiö Gartner on arvioinut Suomen IT-kokonaismarkkinan kasvavan noin 2 % tänä vuonna ja kasvun kiihtyvän lähivuosina. IT-palveluissa kasvu on kokonaismarkkinaa nopeampaa. Viime vuosien yli 3 %:n kasvuennusteet IT-palvelumarkkinalle ovat kuitenkin toistuvasti olleet liian optimistisia. Suhtaudumme varauksella myös odotuksiin yli 3 %:n markkinakasvusta lähivuosille, mutta odotamme kuitenkin markkinan piristyvän selvästi lähivuosina. Innofactor näkee Suomessa selkeää piristymistä verrattuna aiempiin vuosiin, mutta Suomen markkinakasvu on silti vielä selvästi Ruotsia hitaampaa.

Kuluva vuosi tarkasteltaessa IT-palveluyhtiöiden näkymät ovat mielestämme kuitenkin paremmat kuin viime vuonna, jolloin markkinakasvu jäi monien arvioiden mukaan lähelle nollaa. Useiden alkuvuonna tapaamiemme IT-palveluyhtiöiden markkinakommenttien perusteella markkinalla on havaittavissa piristymisen merkkejä tälle vuodelle. Taustalla on digitalisaatiomurros, joka on pakottanut asiakkaita pohtimaan IT-investointeja uudesta

näkökulmasta. IT:llä ei haeta enää vain sisäistä tehokkuutta, vaan digitalisaation myötä niillä pyritään yhä enemmän parantamaan nykyisiä tuotteita ja palveluita sekä luomaan uusia ansaintamahdollisuuksia. Yhtä useammat asiakasorganisaatiot kohtaavat digitalisaation myötä uutta globaalia kilpailua, mikä pakottaa niitä kasvattamaan investointeja heikosta taloustilanteesta huolimatta.

IT-yhtiöiden näkymiä parantaa myös hallituksen uusi kilpailukyky sopimus (kiky). Kiky-sopimuksen tuomat vuotuiset 24 lisätyötuntia per työntekijä vuonna 2017 tulevat todennäköisesti parantamaan henkilöstöintensitiivien, tunti-laskutusta tekevien IT-palveluyritysten kannattavuutta. Lisätyötunnit mahdollistavat lisälaskutuksen ilman, että kustannuksia syntyy samassa suhteessa. Innofactorilla on Suomessa noin 300 työntekijää, joihin kilpailukyky sopimus vaikuttaa.

Toimialan kilpailutilanne terveellä tasolla

Mielestämme Suomen IT-palvelumarkkina on hitaasta kasvusta huolimatta yleisellä tasolla varsin terve eikä markkinalla ole merkkejä liian aggressiivisesta hintakilpailusta. Poikkeus kilpailussa on ohjelmistolisenssien jälleenmyynti, missä käsityksemme mukaan joidenkin toimijoiden kilpailu on ollut aggressiivista ja painanut katteita. Markkinalla ei myöskään ole merkittävää ylikapasiteettia ja toimijoiden keskimääräiset kannattavuustasot ovat hyviä.

IT-palvelumarkkinalla kovin hintapaine kohdistuu niihin alueisiin, joissa differoiminen on rajallista ja kustannus on asiakkaalle keskeinen kriteeri päätöksenteossa. Näitä ovat perinteiset IT-palvelut ja ulkoistuspalvelut, joita pystytään usein tuottamaan matalan kustannustason offshore-resursseilla. Perinteisissä infrastruktuuripalveluissa kilpailu muuttuu globaaliksi pilvipalveluiden myötä ja paikallisten pienten toimijoiden on löydettävä selkeä erikoistumisalue. Innofactor toimii hyvin rajallisesti näillä rajuimmilla kilpailuilla alueilla.

Suuret toimijat ovat vähentäneet merkittävästi väkeä perinteisten palveluiden alueilta, mikä on pitänyt osaajien tarjonnan kohtalaisena ja palkkainflaation maltillisena. Vuonna 2015 IT-alan palkat säilyivät ennallaan, mutta tuloerot kasvoivat (TIVIA 3.2.2016). Toimialan nopean rakennemuutoksen (digitalisaatiomurroksen) takia IT-osaajien tarjonta osaamisalueiden puolesta ei kuitenkaan arviomme mukaan vastaa markkinan kysynnän tarpeisiin ja useilla kasvavilla alueilla kuitenkin kilpailu osaajista on 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 kyvykkyys rakentaa, sillä niiden insinöörikeskeinen kulttuuri ei usein taivu tähän tarpeeseen. Tämä luo tilaa uusille, pienemmille ja ketterille toimijoille kasvaa ja houkutella parhaita osaajia.

Markkinatrendit

Trendit asiakkaiden ostokäyttäytymisessä

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 usein pienemmät toimijat.
- IT:n hankkiminen suurina projekteina vähenee ja siirtyy kohti pienempiä, iteroivia prosesseja sekä jatkuvaa kehitystä. Siirtymässä projekteista palveluihin IT-yhtiöt etsivät samalla uusia skaalautuvampia liiketoimintamalleja, joissa ansainta voi pohjautua perinteisen lisenssi- tai projektitulon sijaan esimerkiksi asiakkaalle tuotetun arvon jakamiseen. Häviäjiä ovat jäykät ja hidasliikkeiset projektiorganisaatiot. Hyötyjiä ovat toimijat, joilla on ketteryyttä, kyky hallita kokonaisvaltaisesti useiden eri toimittajien palveluita sekä kyvykkyudet jatkuvien palveluiden tuottamiseen.
- IT-investoinnit siirtyvät asiakkaan liiketoiminnan tukiprosesseja tehostavista investoinneista kohti liiketoiminnan ydinprosesseja tai itse lopputuotetta parantaviin investointeihin. Häviäjiä ovat liiketoiminnan tukiprosesseja ja erp-sidosryhmiä perinteisesti palvelleet toimijat. Hyötyjiä uusien digitaalisten palveluiden kehittäjät.
- 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.
- Käyttäjakeskeisyys tulee korostumaan. Osaaminen palveluiden käyttäjäkokemuksessa ja käytettävyydessä eri päätelaitteilla 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.
- Halvimpien offshore-resurssien merkitys kilpailutekijänä pienenee, sillä uusia digitaalisia palveluita on vaikea toteuttaa luotettavasti, riittävän nopeasti ja kustannustehokkaasti toisella mantereella sijaitsevilla offshore-resursseilla. Lisäksi projektit ovat usein liian pieniä toteutettaviksi offshoressa. Häviäjiä 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.

- Kaikki asiakkaiden IT-toiminnot, mitä voidaan viedä pilveen, tullaan myös viemään pilveen sen hyötyjen takia. Hyötyjä ovat ne, joilla on vahvaa omaa osaamista pilviteknologioissa. Häviäjiä ovat ne, jotka eivät pysty haastamaan globaaleja toimijoita investoinneissa omaan pilviteknologioiden tuotekehitykseen ja infrastruktuuriin.
- Perinteinen ohjelmistolisenssien jälleenmyynti siirtyy pilveen ja päämiehet kuristavat jakelijoiden lisenssikomissioita. Häviäjiä ovat lisenssien jälleenmyynnistä vahvasti riippuvaiset toimijat. Hyötyjä ovat pitkässä juoksussa asiakkaat.

Trendit eri asiakastoimialoilla

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

- Julkisella sektorilla tehokkuutta ja kansalaisille parempaa palvelua haetaan palveluiden sähköistämällä 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-yrityksellä ja Tieto Smilehouse-yrityksellä.
- 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. Toistaiseksi IoT on kuitenkin vielä monessa yhteydessä melko epämääräinen hypetermi. Suomen IT-palveluyhtiöistä käytännössä kaikki kertovat panostavansa IoT-alueeseen, mutta myynnillisesti sen vaikutus liikevaihtoihin on vielä marginaalinen.

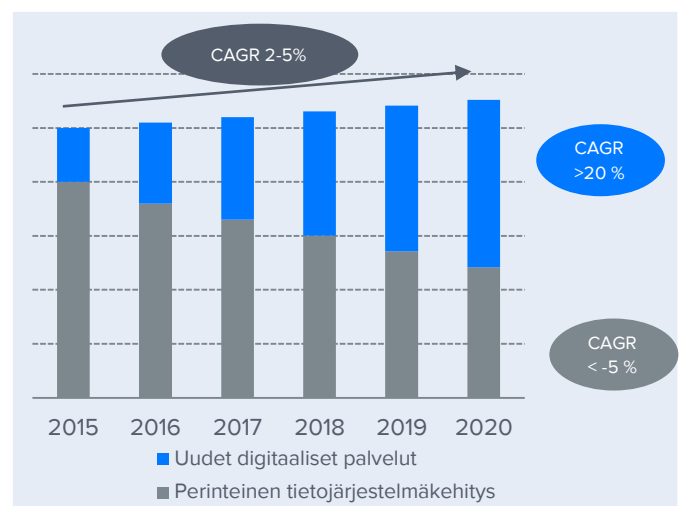
Murros jakaa markkinaa kahtia

Riippuen IT-yrityksille relevanteista markkinoista, voidaan karkeasti olettaa IT-palvelumarkkinan jakautuvan 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. Pääajurina IT-investoinneille toimii tällöin kustannustehokkuuden sijaan liiketoiminnan kasvattaminen. 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.

Kahtiajako "perinteisen IT:n" ja "nousevan IT:n" välillä on yksi keskeisiä syitä, minkä takia Suomenkin aneemisesta 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 mittavia irtisanomisia Suomessa.

IT-palvelumarkkinan jakautuminen



Lähde: Inderes

Kilpailijat ja vertailuyhtiöt

Kilpailijoina IT-generalistit ja pienet erikoistuneet toimijat

Innofactorin pääasiallisia kilpailijoita ovat Suomessa toimivat suuret IT-talot (IT-generalistit) sekä pienemmät tietyille sektoreille erikoistuneet toimijat. Keskeisimpinä yksittäisinä toimijoina voidaan mainita Tieto, CGI (ent. Logica), Cap Gemini, Fujitsu ja Accenture (yhtiön Microsoftiin erikoistunut tytäryhtiö Avanade). Selkeitä pääkilpailijoita on kuitenkin vaikea osoittaa kentän pirstaleisuuden vuoksi. Lisäksi Innofactorin kaltaista puhtaasti Microsoftiin keskittynyttä merkittävää toimijaa ei löydy Suomesta.

Innofactor asemoituu markkinalla toimijana, joka pyrkii luomaan selkeän kilpailuedun Microsoft-fokuksesta ja saavuttaa samalla riittävän ketteryyden suuriin IT-generalisteihin nähden. Suurten IT-generalistien vahvuutena kilpailussa on mittavat resurssit, joita tukee usein offshore-tuotanto ja sen kustannustehokkuus. Lisäksi nämä yhtiöt ovat usein keskeisimmissä asiakkuuksissaan vahvasti etabloituneita. Nämä yhtiöt ovat tyypillisesti kehittäneet asiakkaidensa IT-järjestelmiä yli vuosikymmenen ajan ja asiakkaiden IT-budjeteista merkittävä osa kuluu näiden olemassa olevien vanhojen järjestelmien ylläpitämiseen ja kehittämiseen. Tämä turvaa suurten palvelutalojen asemaa kilpailussa. Lisäksi asiakkaan IT-järjestelmiä on tyypillisesti kehitetty siten, että IT-toimittajan vaihtaminen on tehty asiakkaalle vaikeaksi (vendor-lock). IT-jättien asema suurissa organisaatioissa murtuu siten hitaasti ja nopeat muutokset markkinadynamiikassa ovat epätodennäköisiä. Suurten organisaatioiden IT-budjeteista valtaosa kohdistuu nykyisten järjestelmien ylläpitoon ja kehittämiseen, mikä tekee uusien toimijoiden murtautumisen asiakkuuksiin vaikeaksi ja edellyttää niiltä selkeästi erottuvaa strategiaa.

Suurten IT-talojen lisäksi Innofactorin toisen kilpailijaryhmän muodostavat tietyille ratkaisualueelle erikoistuneet toimijat, kuten EIM-ratkaisuihin erikoistunut Affecto. Kolmannen kilpailijaryhmän muodostavat pienet paikalliset erikoistuneet toimijat, jotka ovat usein keskittyneet tiettyyn teknologiaan, ratkaisualueeseen tai asiakassektoriin.

Vertailuryhmän kasvu ja kannattavuus

Tarkastelemme ohessa listattujen sekä listaamattomien suomalaisten ja muiden Pohjoismaisten IT-palveluyhtiöiden kasvua ja kannattavuutta. Tarkasteltava joukko muodostaa myös osin arvonnäärityksessämme käyttämämme vertailuryhmän. Kaikki yhtiöt eivät välttämättä ole Innofactorin kilpailijoita ja osa niistä on listaamattomia, mutta niiden liiketoimintamallit ovat yhtiön kanssa samankaltaisia.

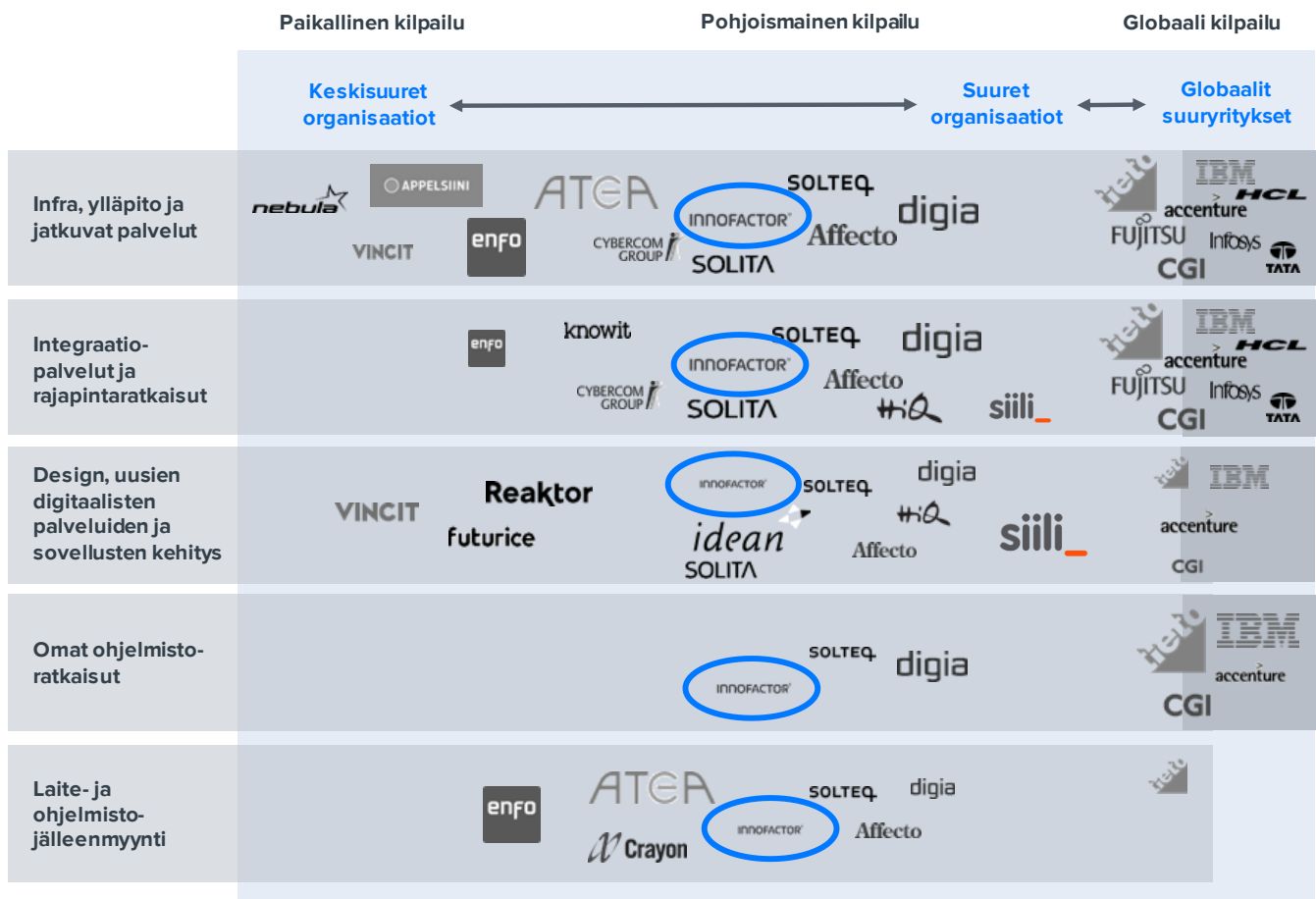
Vertailuryhmän kasvu vuositason 2010-2014/2015 on ollut keskimäärin 12 %, mitä selittää markkinan nopea toipuminen finanssikriisin jälkeen sekä yrityskaupat. Voimakkaimmin kasvaneet yhtiöt ovat pääasiassa laajentuneet yritysostoin, koska orgaaninen kasvu on ollut viime vuosien

markkinaolosuhteissa haastavaa. Innofactorilla ja Siili Solutionsilla kasvua ovat kiihdyttäneet etenkin yrityskaupat.

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 pienelle toimijalle edellytyksiä kasvaa, mikäli se toimii oikeilla ja kasvavilla ratkaisualueilla.

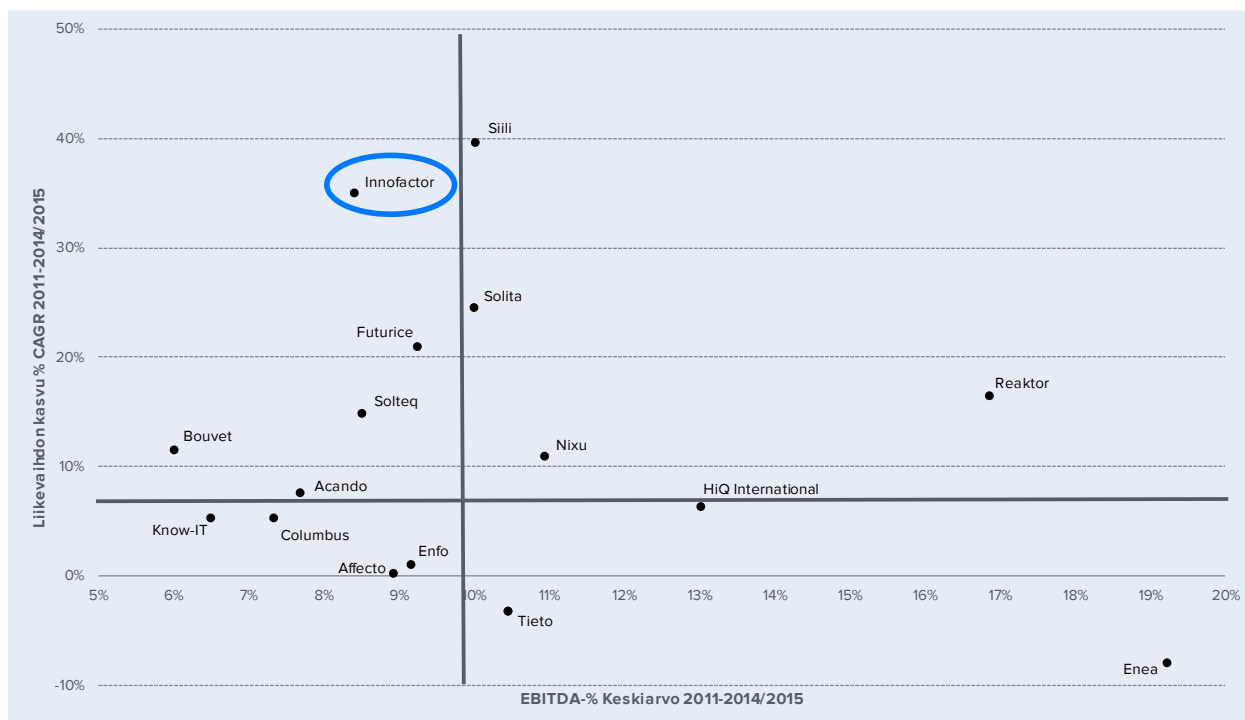
Kannattavuuden osalta vertailujoukon keskiarvo on 10,1 % käyttökatteella (EBITDA) mitattuna vuositason 2010-2014/2015. Yhtiöt ovat keskimäärin kannattavuudeltaan terveellä tasolla, eikä vertailussa ole merkkejä toimialan epäterveestä kilpailu- tai kapasiteetti-tilanteesta. Peukalosääntönä IT-palveluiden toimialalla 10-15 % EBITDA-tasoa voidaan pitää hyvänä tai vähintäänkin tyydyttävänä tasona. Yksinumeroisiin kannattavuustasoihin yhtiöiden ei pitäisi olla tyytyväisiä.

Havainnollistus Suomen IT-palvelumarkkinan kilpailukentästä ja toimijoista



Lähde: Inderes

Vertailuryhmän liikevaihdon kasvu (CAGR) ja käyttökate (EBITDA) 2010-2014/2015



Lähde: Inderes, Asiakastieto, Bloomberg. Listaamattomat yritykset 2010-2014 luvut

Microsoft-ratkaisut IT-markkinassa

Innofactor on 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. 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 ollut hyvä ja edelleen vahvistunut emmekä 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, mobiiliteetti, 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. Viimeisimpänä vahvistuksena LinkedIn-osto mielestämme vahvistaa Microsoftin kilpailukykyä yritysratkaisuissa, kuten CRM- ja HRM-työkaluissa sekä käyttäjäprofiilien hallinnassa. Tämä voisi edelleen tuoda lisää töitä Innofactorin kaltaisille Microsoft-integraattoreille. Lyhyellä aikavälillä tällä ei kuitenkaan ole merkittävää vaikutusta Innofactorin liiketoimintaan.

Loppuvuoden aikana Microsoftin uusi Dynamics AX7 erp-tuote tulee arviomme mukaan piristämään myös Innofactorin kysyntää. Käsityksemme mukaan useat asiakkaat ovat lykanneet investointejaan uuden AX7:n odotuksessa. Innofactor on ensin ottamassa käyttöön uuden AX7:n tämän vuoden aikana itselleen. Tällä hetkellä Innofactorilla AX:n parissa työskentelee muutama kymmenen henkilöä.

Innofactor uskoo myös Microsoftin voimakkaiden tuotekehityspanostusten turvaavan sen tuotteiden kilpailukykyä pitkällä aikavälillä. Microsoft käytti tuotekehitykseen 9,8 miljardia dollaria tilikaudella 2012, 10,4 miljardia dollaria tilikaudella 2013, 11,4 miljardia dollaria tilikaudella 2014 ja 12,0 miljardia dollaria tilikaudella 2015. Tuotekehityspanostusten taso on huomattavasti korkeampi kuin pääkilpailijoilla. Microsoft on uuden toimitusjohtajansa

Satay Nadellan johdolla siirtänyt fokustaan erityisesti mobiiliteettiin ja pilvipalveluihin sekä tuotteisiin, jotka ovat enemmän yhteensopivia kilpailijoiden ratkaisujen kanssa. Microsoftin keskeisimpiä kilpailijoita eri yritysratkaisujen tuotealueilla ovat muun muassa IBM, Oracle, Hewlett-Packard, SAP, Amazon, Google ja Salesforce.com.

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 Q3'16 oli jo yli 10 miljardia euroa.

Microsoftin yritysratkaisujen kasvunopeuksia

	FY13	FY14	FY15	Q3FY16
Office Commercial -kasvu	6 %	8 %	-1 %	7 %
Server products & services -kasvu	10 %	13 %	9 %	5 %
Dynamics-tuotteen kasvu	7 %	9 %	12 %	9 %
Windows-lisenssimyyntien kasvu	-	10 %	0 %	6 %
Yrityspalvelut -kasvu	11 %	9 %	7 %	15 %
Commercial cloud -liikevaihdon kasvu	-	116 %	106 %	59 %
Office 365 Commercial -käyttäjämäärän kasvu	-	99 %	74 %	57 %

Lähde: Microsoft

Ohjelmistoratkaisujen siirtyessä pilveen on pilviratkaisuissa menestyminen keskeistä Microsoftin kilpailukykyyn kannalta. Markkinatutkimusyhtiö Gartnerin eri pilvimurroksen osa-alueiden Magic Quadrant -raporteissa Microsoft sijoittuu ainoana toimijana jokaisessa vertailussa 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).

Gartnerin Magic Quadrant for Enterprise Application Platform as a Service (PaaS)



Lähde: Gartner (Maaliskuu 2016)

Gartnerin Magic Quadrant for Public Cloud Storage Services



Lähde: Gartner (Kesäkuu 2015)

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



Lähde: Gartner (Toukokuu 2015)

Strategia ja kilpailuedut

Innofactor on Pohjoismaisessa IT-palvelumarkkinassa suhteellisen pienikokoinen toimija alan suurimpiin toimijoihin nähden (Tieto, Accenture, CGI). Kilpailussa alan suurimpia toimijoita vastaan yhtiöllä ei ole vastaavia toimitusresursseja tai mittakaavaa, minkä johdosta Innofactorin erikoistuminen tietyille alueelle on luonnollista. Yhtiön keskeisiä erottavia tekijöitä ovat Microsoft-ratkaisuihin erikoistuminen sekä yhtiön oma ohjelmistoliiketoiminta. Innofactor haluaa visionsa mukaisesti olla Microsoft-ratkaisujen ykköstoimittaja Pohjoismaissa. Strategiaa toteutetaan ensisijaisesti toimimalla markkinan konsolidoijana. Mikäli yhtiö onnistuu strategiassaan, tulee se toimimaan tämän vuosikymmen lopulla yli 100 miljoonan euron liikevaihtoluokassa laajasti eri Pohjoismaissa. Strategian onnistumisessa kriittistä on yhtiön kyky toteuttaa ja integroida tulevia yritysostoja.

Strategia

Microsoft-osaaminen erottavana tekijänä

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-ekosysteemissä tekee Innofactorista halutun kumppanin Microsoftille, mikä auttaa yhtiötä pysymään Microsoft-ratkaisujen kehityksen kärjessä jatkuvasti.

Microsoftin kumppaniverkosto on Pohjoismaissa hyvin sirpaloitunut ja koostuu useista pienistä ja keskisuurista toimijoista. Markkinalla ei juurikaan ole muita Innofactorin kokoluokassa olevia Microsoftiin erikoistuneita toimijoita. Tämä yhdessä markkinan sirpaloituneisuuden kanssa luo Innofactorille hyvät edellytykset konsolidoida markkinaa ja synnyttää johtava Pohjoismaainen toimija markkinalle. Yrityssostovetoisen strategian onnistumisessa ja asiantuntijaorganisaatioita ostettaessa on tärkeää, että potentiaaliset ostokohteet näkevät Innofactorin kasvutarinan ja -mahdollisuuden itselleen houkuttelevana strategisena vaihtoehtona. Innofactor uskoo, että sen näytöt vahvasta kasvusta ja yritysjärjestelyistä tekevät Innofactorin kanssa yhdistymisestä houkuttelevan vaihtoehdon pienemmille Microsoft-toimijoille.

Tällä hetkellä Innofactorin yrityskauppafokus on erityisesti Norjassa. Norja olisi Innofactorille tärkeä, koska sitä kautta yhtiö saisi tärkeimpiin Pohjoismaihin kattavan maantieteellisen presenssin, mikä toimisi alustana jatkolaajentumiselle. Arvioimme tämän myös parantavan kilpailukykyä keskisuurissa ja suurissa asiakkaissa, joilla on toimintoja useamassa Pohjoismaassa. Samalla Innofactor pääsisi myös hyödyntämään vahvemmin eri maiden välistä ristiinmyyntiä tuotteissa ja osaamisalueissa. Suhtaudumme kuitenkin ristiinmyynnin mahdollisuuksiin vielä varauksella,

ja haluamme seurata, miten sen toteuttaminen onnistuu Ruotsin ja Suomen välillä. Onnistuessaan ristiinmyynti eri maiden välillä voisi selvästi parantaa Innofactorin orgaanista kasvua ja skaalautuvuutta, jolloin Pohjoismaainen läsnäolo toisi yhtiölle selkeää kilpailuetua. Toistaiseksi yhtiön eri toimintamaiden väliset synergiat ovat näkemyksemme mukaan vielä pieniä.

Oma ohjelmistokehitys tukee ydinliiketoimintaa

Innofactor kehittää myös omia ohjelmistotuotteita tukemaan järjestelmäintegraattoriliiketoimintaa. 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). Yhtiön mukaan useissa projektikilpailuissa Innofactorin omat ohjelmistokomponentit toimivat keskeisenä kilpailuetuna ja tärkeänä vaikuttavana tekijänä asiakkaan päätöksenteossa. Omat ohjelmistot tuovat myös merkittävän osan jatkuvien ylläpitotuotteiden ja lisenssien myynnistä.

Innofactorilla on myös tiettyjä omia ohjelmistotuotteita, joissa se näkee selvää potentiaalia kansainvälisesti skaalautuvaan liiketoimintaan. Näitä tuotteita, joissa yhtiöllä on onnistuessaan kansainvälistä potentiaalia useiden miljoonien vuosiliikevaihtoon, ovat lähinnä oppimisen analyyttikapalvelu Skilli sekä Suomessa yhdessä asiakkaan kanssa kehitettävä vankeinhoidon järjestelmä. Näemme Skillillä hyvät mahdollisuudet kansainvälistymiseen. Innofactor uskoo tuotteella olevan mahdollisuuksia erityisesti suuremmilla markkinoilla. Suomen pieni markkina ja vielä pirstaloitunut oppilaitosten hankintojen päätöksenteko vaikeuttaa Skillin nopeaa kasvua. Vankeinhoitojärjestelmän kansainvälisen skaalautuvuuden haasteena on vaatimus paikallisesta implementoinnista ja räätälöinnistä.

Pienelle yhtiölle omien ohjelmistotuotteiden skaalaamisen haasteena on kansainvälisen jakelukumppaniverkoston rakentamisen vaikeus. Innofactorin aiemmassa strategiassa yhtiön tavoitteena oli nousta Microsoftin yritysratkaisuihin lisäarvokomponenttien ykköstoimittajaksi globaalisti. Tämä

kunnianhimoinen tavoite ei kuitenkaan ole enää yhtiön strategiassa ja käsityksemme mukaan omassa ohjelmistokehityksessä keskitytään nyt ensisijaisesti omaa projektiliiketoimintaa Pohjoismaissa tukeviin ratkaisuihin. Globaaleihin ratkaisuihin käytetään jo olemassa olevia muita ohjelmistoja. Mielestämme fokuusoituminen Pohjoismaiseen kysyntään ohjelmistoissa on viisasta ja se mahdollistaa tehokkaamman kilpailuedun esimerkiksi julkisella sektorilla, missä ratkaisut joudutaan usein räätälöimään hyvin lokaalisti paikallisten lainsäädäntöjen mukaan.

Taloudelliset tavoitteet

Innofactorin liiketoiminta keskittyi viime vuonna Suomeen ja Tanskaan. Liikevaihdosta noin 82 % tuli Suomesta ja 18 % Tanskasta. Cinteros kaupan myötä Ruotsin osuus liikevaihdosta kasvaa kuluvana vuonna merkittävästi (Ruotsin osuus Q1'16 liikevaihdosta oli 25 %). Innofactor pyrkii jatkossa laajentamaan toimintaansa Pohjoismaissa.

Samaan aikaan yhtiö pyrkii pitämään käyttökatemarginaalin (EBITDA) yli 10 % tasolla, mitä voidaan pitää yhtiön toimialan parhaimmistolle tyypillisenä sekä keskimääräistä parempana kannattavuutena.

Yhtiön nykyisen strategiakauden taloudellisina tavoitteina ovat seuraavat mittarit:

- Saavuttaa yli 10 prosentin käyttökate (EBITDA) jokaisena vuonna 2014–2017
- Saavuttaa keskimäärin 25–35 prosentin vuosittainen kasvu 2014–2017 orgaanisen kasvun ja yritysjärjestelyjen avulla
- Pitää kassavirta positiivisena ja turvata kaikissa tilanteissa rahoituksellinen vakavaraisuus

Arvioimme mukaan yli 10 % EBITDA-taso on yhtiölle realistinen ja saavutettavissa, vaikka panostus kasvuun tulee rasittamaan kannattavuutta lähivuosina. Arvioimme Innofactorin yltävän nykyrakenteellaan noin 10 % EBITDA-tasolle lähivuosina.

Arvioimme Innofactorin pystyvän hieman markkinakasvua nopeampaan yksinumeroiseen orgaaniseen kasvuun lähivuosina. Siten 25-35 % kasvutavoitteeseen pääsy edellyttää yrityskauppoja. Kasvutavoitteen saavuttaminen tarkoittaisi yhtiön liikevaihdon nousevan 80-110 miljoonan liikevaihtoluokkaan 2017 (2013: 33 MEUR). Tämä taas tarkoittaa ennusteidemme mukaan liikevaihdoltaan vähintään 20 MEUR:n edestä epäorgaanista kasvua.

Kasvuun Innofactor pystyy rahoittamaan nykyisen liiketoiminnan tuomalla tulorahoituksella, maltillisella velanotolla sekä käyttämällä omaa osakettaan yrityskaupoissa. Keskeistä omistaja-arvon näkökulmasta on yhtiön kyky rahoittaa kasvua laimentamatta osakesarjaa merkittävästi. Omistajan näkökulmasta riskinä on se, että yhtiö tekee kannattamattomia yritysostoja ainoastaan saavuttaakseen kasvutavoitteensa laiminlyöden omistaja-

arvoa kasvutavoitteiden kustannuksella. Tähän mennessä tästä ei kuitenkaan ole ollut merkkejä.

Strategian toteutus 2014-2016

Innofactor kasvoi vuonna 2014 tavoitetason mukaisesti 35 % lähinnä vuonna 2013 tehtyjen Enabling- ja atBusiness-yrityskauppojen ansiosta. Käyttökate-% jäi kuitenkin hieman alle tavoitteen 9,3 %:iin. Innofactorin vuoden 2015 kasvu oli kokonaan orgaanista ja se jäi 1,4 %:iin, mikä oli meille lievä pettymys. Myös käyttökate-% (8,3 %) jäi viime vuonna odotuksiamme heikommaksi ja alle yhtiön tavoitetason. Arviomme mukaan yhtiön kehitystä viime vuonna painoivat erityisesti ongelmat Tanskan yksikössä.

Viime vuoden lopulla Innofactor ilmoitti Ruotsalaisen Cinteroksen yritysostosta. Cinteroksen 2014 liikevaihto oli 7,9 MEUR ja 2015 arvio oli 11,0 MEUR. Kuluvana vuonna odotamme Innofactorilta reilun 30 %:n liikevaihdon kasvua pääosin Cinteros-kaupan myötä. Käyttökateen arvioimme paranevan 8,5 %:iin edellisvuoden 8,3 %:stä.

Innofactor lähes tuplasi kokonsa vuonna 2013 atBusiness-yrityskaupalla. 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. Lisäksi atBusiness kärsi yrityskaupan jälkeen tietyistä toimialamurroksesta johtuvista trendeistä, kuten Sharepoint-ratkaisujen kysynnän heikentymisestä. atBusiness-kauppa oli kuitenkin Innofactorilta hyvä ja strategiaan yhteensopiva yrityskauppa, joka kannatti tehdä markkina-aseman, koon ja Innofactorin omistaja-arvon kannalta.

Yrityskaupat

Cinteros yrityskauppa

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

Näemme transaktion rakenteen hyvin omistajaystävällisenä ja riskitasoltaan varsin maltillisena, sillä transaktio koostuu kohtuullisen pienen ja etupainotteisen käteiskauppahinnan lisäksi tulokseen ja kasvuun sidotusta osakepohjaisesta lisäkauppahinnasta. Pidämme myös kauppahintaa kohtuullisena Cinterosin nykyiseen kannattavuuteen ja historialliseen kasvuun nähden. Lisäkauppahinnasta riippuen kaupan EV/Sales-haarukka on 0,2-0,7x ja EV/EBITDA-haarukka 2,7- 8,1x. Innofactorin omat vastaavat kertoimet ennen kauppaa olivat 0,8x ja 9,2x.

Cinteros on yksi Ruotsin johtavista Microsoft-pohjaisiin ratkaisuihin keskittyneistä IT-palveluyhtiöistä, erityisesti CRM-ratkaisuissa. Yhtiö on kasvanut viime vuonna voimakkaasti ja sen kannattavuus on hyvällä tasolla. Cinterosin 5 suurinta asiakasta vastasi noin 70 %:sta liikevaihdosta. Yritystoston myötä avautuva ristiinmyyntipotentiaali on näkemyksemme mukaan hyvä ja tätä voidaan odottaa vuodesta 2017 alkaen. Innofactorin mukaan Cinterosin asiakaskunnalle voidaan tarjota nopeasti kaupan toteutumisen jälkeen entistä laajempia palvelukokonaisuuksia (mm. pilvipalvelut) ja Suomessa yhtiö voi hyödyntää erityisesti ammattiliitoille suunnattujen ratkaisujen IPR:ää. Pidemmällä aikavälillä nyt tehty yritysosto toimii myös hyvänä alustana jatkolaajentumiselle Ruotsissa.

Voimme odottaa jo uusia yrityskauppoja

Odotamme Innofactorilta uusia yrityskauppoja jo tänä vuonna, vaikka Cinterosin integraatio on joltain osin vielä kesken. Yhtiö on useamman vuoden aktiivisesti seurannut yrityskauppakohteita Pohjoismaista ja putkessa on todennäköisesti useita kohteita. Tällä hetkellä tosin Innofactorin osakkeen matala arvostus voi rajoittaa yhtiön kykyä tehdä yrityskauppoja käyttäen omaa osaketta vastikkeena. Pidämme tämän johdosta yhtiön päätöstä hankkia omia osakkeita järkevänä.

Suomessa Innofactor on kasvanut jo merkittävään kokoluokkaan ja sen tarjonta kattaa koko strategisen tarjontapeiton. Tästä syystä emme odota ainakaan merkittäviä kauppoja enää Suomesta. Norjan lisäksi näemme tällä hetkellä myös Ruotsin markkinan vahvistamisen yrityskaupalla mahdollisena vaihtoehtona, sillä Ruotsin kasvunäkymät ovat tällä hetkellä vahvat. Innofactorin laajentuminen uusiin toimintamaihin tulee näkemyksemme mukaan tapahtumaan erityisesti yritysostoin, sillä liiketoiminnan rakentaminen nollasta uudelle hyvin kypsälle ja kilpailulle markkinalle olisi erittäin haastavaa.

Innofactorin tavoitteleman aseman eli johtavan Pohjoismaisen Microsoft-toimijan rakentamisen logiikka perustuu siihen, että kyseiselle markkina-alueelle olisi kohtuullisen helppoa luoda yhtenäinen ratkaisutarjonta maiden melko yhteneväisen kulttuurin ja toimintalogiikan johdosta. Skaalautuvuutta saavutettaisiin tuotteistuksella, joka toimisi pienillä lokalisoinneilla useissa eri toimintamaissa. Lisäksi laajempi lokaali läsnäolo parantaisi myös kilpailukykyä pohjoismaisissa yrityksissä ja organisaatioissa.

Innofactorin historialliset näytöt sen kyvystä kasvaa yritysostoin lisäävät luottamustamme yhtiön kykyyn luoda omistaja-arvoa konsolidoimalla omaa markkinaansa Pohjoismaissa. Samalla kasvun painopisteen siirtyminen kotimaasta kansainvälistymiseen nostaa kuitenkin yhtiön riskiprofiilia. Yhtiön mukaan se aikoo säilyttää tiukan kurinalaisuuden yrityskaupoissa eikä koskaan maksa ostokohteista omia kertoimiaan korkeampaa arvostusta.

Innofactorin viimeisimmät yritysostot ovat Cinteros (tammikuu 2016), atBusiness (kesäkuu 2013) ja Enabling (joulukuu 2013). Lisäksi Innofactor myi joulukuussa 2015 HR-liiketoimintansa Arc Technologylle ja jäi uuteen yritykseen vähemmistöomistajaksi 19,9 %:n osuudella. HR-järjestelmän vuotuinen liikevaihto oli noin 1,0 MEUR.

atBusiness-yrityskauppa

Kesäkuussa 2013 Innofactor ilmoitti ostavansa suomalaisen atBusiness Oy:n koko osakekannan ja pääomallinat. atBusinessin henkilöstömäärä oli noin 200, liikevaihto noin 17,4 miljoonaa euroa ja EBITDA 15 %. Yhtiö oli Innofactorin keskeinen kilpailija Suomessa. Kauppa toi Innofactorille hyviä uusia asiakkaita, tasapainotti julkisen sektorin ja yrityssektorin osuuksia liiketoiminnassa sekä vahvisti Innofactorin markkina-asemaa Suomessa. Yrityskaupan lopullinen velaton kauppahinta oli 14,4 miljoonaa euroa. Siten kauppahinta vastasi kohtuullista noin 5,5x EV/EBITDA-kerrointa.

Yrityskaupan järkevän rakenteen ansiosta Innofactor onnistuu rahoittamaan atBusiness-kauppahinnan lähes kokonaan laimentamatta osakesarjaansa, vaikka yhtiö lähes kaksinkertaisti kokonsa kaupassa. Käytännössä kauppa rahoitettiin käteisvaroilla, 3 miljoonan euron pääomallainalla sekä 11,5 miljoonan euron pankkilainoilla.

Tanskan yrityskaupat

Joulukuussa 2013 Innofactor ilmoitti ostavansa tanskalaisen Enablingin yhtiön toimivalta johdolta. Enabling tarjoaa IT-konsultointipalveluja ja -ratkaisuja SharePointille ja muille Microsoft-pohjaisille tuotteille. Yhtiön liikevaihto oli ostohetkellä noin 3 miljoonaa euroa ja EBITDA noin 0,3 miljoonaa euroa. Yhtiö yhdisteltiin Innofactorin lukuihin 1.1.2014 alkaen. Yrityskaupan lopullinen kauppahinta oli 3,8 miljoonaa euroa. Yrityskaupan toukokuussa 2015 maksuun tulleesta 2,2 MEUR lisäkauppahintaosuudesta Innofactor maksoi 1,8 MEUR käteisellä ja 0,5 MEUR osakkeilla. Alun perin lisäkauppahinta oli tarkoitus maksaa yhtiön omilla osakkeilla, joten käteisen käyttäminen viittaa siihen, että yhtiön hallitus ja johto pitivät Innofactorin osaketta aliarvostettuna tällä hetkellä.

Innofactor laajentui Tanskaan kesällä 2012 Bridgeconsulting -yritysostolla. Bridgeconsultingin osaaminen BI-ratkaisuissa sekä Enablingin osaaminen Sharepoint-ratkaisuissa yhdistettynä Innofactoriin täydentävät hyvin toisiaan. Yritysostojen jälkeen Innofactor on kasvanut orgaanisesti Tanskassa noin 5 % vuodessa. Olettaen yrityskauppojen yhteenlaskettu liikevaihto olisi yhteensä 7 MEUR, laskettuna Bridgeconsultingin 4 MEUR:lla (2012 ennuste) ja Enablingin 3 MEUR:lla (vuonna 2013) ja viime vuonna Tanskan toimintojen liikevaihto oli 8,0 MEUR.

Omistaja-arvon luonti yrityskaupoilla

Uskomme Innofactorin kokoluokassa olevilla keskisuurilla IT-palveluyhtiöillä olevan erinomaiset edellytykset

konsolidoida erityisesti Suomen, mutta myös muiden Pohjoismaiden IT-palvelumarkkinaa. Mahdollisuudet ovat entistä paremmat niillä yhtiöillä, joilla on pörssilistauksen kautta oma osake käytettävissä valuuttana yrityskauppoihin. Seulonnessa karsiutuu kuitenkin paljon yhtiöitä, jotka ovat heikosti yhteensopivia tai huonosti hoidettuja.

Viime vuonna sektorin sisällä tapahtui useita yrityskauppoja, mutta tämän vuoden aikana aktiviteetti on ollut hiljaisempaa. Kohonneet arvostukset saattavat olla tähän yksi syy. Analysoimissamme sektorin yrityskaupoissa (15 kpl) viime vuosina keskimääräinen EV/liikevaihto -kerroin on ollut noin 0,9x, mikä on samaa tasoa kuin listatuilla yhtiöillä. Vastaava keskimääräinen EV/EBITDA-kerroin on ollut 8,4x, mikä on myös linjassa listattujen yhtiöiden kanssa. Haasteellista erityisesti kasvuyritysten yrityskaupoissa on se, että ostettava yritys useimmiten kasvaa ostajaa nopeammin ja täten ne myös hinnoitellaan korkeammilla kertoimilla.

Yrityskauppojen omistaja-arvon luonti perustuu näkemyksemme mukaan seuraavaan kaavaan, joka perustuu vahvasti myös yhtiöiden omaan taitoon rakentaa transaktioita. Ensiksi, kaupoissa maksetaan tyypillisesti vain hyvin pieni käteisvastike, joka kuitenkin toimii symbolisella tasolla "exitinä" myyjille, jotka ovat tyypillisesti konsulttitalon partnereita tai yrittäjiä. Näin yritysosto ei ostohetkellä rasita tasetta tai kassavaroja merkittävästi. Toiseksi, myyjien pitää tyypillisesti ansaita kauppahinta itse kovalla työllä, eli lopullinen kauppahinta perustuu usein aggressiiviseen earnout-palkkioon, joka perustuu normaalisti seuraavan kahden-kolmen vuoden aikana toteutuvaan tulokseen. Jos ostettu yritys ei kehity odotusten mukaisesti, sen hintalappu ostajalle tulee huomattavasti pienemmäksi.

Kolmanneksi, kauppahinnasta valtaosa maksetaan omalla osakkeella, mikä sitouttaa myyjä yhtiöön, eikä kuluta yhtiön kassaa. Viimeinen ja tärkein omistaja-arvoa luova komponentti on tietenkin kaupan matala arvostus. Tämä perustuu siihen, että ostettavista pienistä listaamattomista yhtiöistä maksetaan normaalisti selvästi pörssilistattuja yhtiöitä pienempiä arvostuskertoimia. Jos esimerkiksi Innofactorin osaketta hinnoitellaan P/E 10:llä ja yhtiö ostaa yrityksen P/E 5:llä ja integroi sen itseensä onnistuneesti, tulisi uuden kokonaisuuden hinnoittelu markkinalla olla edelleen P/E 10. Järjestelyssä on tällöin teoriassa syntynyt omistaja-arvoa P/E 5:n ja 10:n välissä oleva erotus Innofactorin omistajien hyväksi jo ilman, että mahdollisia synergiahyötyjä huomioidaan.

Kilpailuedut

Microsoft-osaaminen keihäänkärkenä

Innofactorin keskeisin kilpailuetu syntyy näkemyksemme mukaan keskittymisestä ja erikoistumisesta Microsoft-

ratkaisuihin. Innofactorin kaltaista puhtaasti Microsoft-ratkaisuihin keskittynyttä toimijaa ei löydy Suomesta vastaavassa kokoluokasta. 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 järjestelmäintegraattoreihin, jotka toimittavat useita teknologioita. Toiseksi, mikäli asiakas haluaa Microsoft-ratkaisun, on Innofactorin houkuttelevuus järjestelmäintegraattorikumppanina astetta korkeampi yhtiön vahvan osaamisen ansiosta.

Yhtiön mukaan muissa teknologioissa järjestelmäintegraattoreilla on usein vaarana, että parhaissa projekteissa ohjelmistoyhtiö (kuten IBM, Oracle) päättää itse toimittaa ohjelmiston asiakkaalle ohittaen järjestelmäintegraattorin. Näin ohjelmistoyhtiö pystyy poimimaan parhaat palat päältä jättäen vähemmän kiinnostavat projektit järjestelmäintegraattorikumppaneille. Microsoftin suhteen tätä riskiä tai ongelmaa ei ole, sillä Microsoft ei toimita itse ohjelmistojaan.

Microsoftiin keskittyvän strategian suurimpana heikkoutena näemme Innofactorin riippuvuuden Microsoftin strategian onnistumisesta pitkällä aikavälillä. 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.

Tulevaisuudessa uskomme Innofactorin saavuttavan kilpailuetua myös yhä laajemmin kaikki Pohjoismaat kattavasta läsnäolosta, mikäli yhtiön maantieteellinen laajentumisstrategia onnistuu.

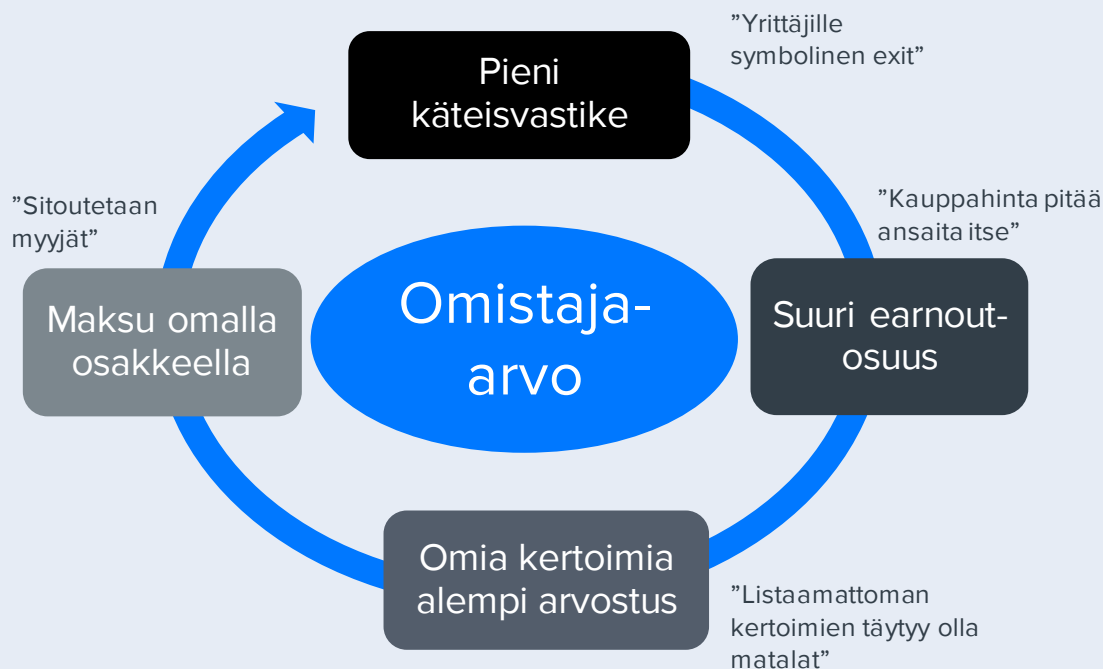
Strategia

Eri IT-yhtiöiden strategioita

Strategia	Esimerkki	Kasvupotentiaali	Heikkoudet	Vahvuudet
Teknologiaan erikoistunut	Innofactor	Rajallinen kotimaassa, edellyttää kansainvälistymistä	Riippuvuus yhdestä teknologiasta	Pienen toimijan ketteryys, 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
Design&teknologia - yhdistelmä (teknologiariippumaton)	Siili	Markkinaosuuden syöminen etabloituneilta toimijoilta, kasvu uusissa digitaalisissa palveluissa.	Pienen toimijan rajalliset resurssit generalisteja vastaan, rajallinen toimialaosaaminen	Ketteryys, kyky tarjota asiakkaalle paras ratkaisu teknologiariippumattomasti useille osaamisalueille

Lähde: Inderes

Asiantuntijayhtiöiden yritysostojen tyypillinen logiikka



Lähde: Inderes

Taloudellinen tilanne

Innofactorin pitkän aikavälin kasvu on ollut voimakasta, mutta kannattavuus on viime vuosina jäänyt hieman strategisesta tavoitteesta (käyttökate 10 %). Ruotsin Cinteros-yritystoston integraation, Tanskan haasteiden sekä kansainvälistymisinvestointien takia arvioimme kannattavuuden jäävän myös kuluvana vuonna alle 10 %:n tavoitetason. Yhtiön kehitys jäi alkuvuodesta 2015 asettamiimme odotuksia heikommaksi, mutta Q4'15 ja Q1'16 aikana yhtiö palasi takaisin kohtalaisen hyvälle kasvu- ja kannattavuusuralle. Vuoden 2016 ensimmäisellä neljänneksellä Innofactorin kasvua ajoi Cinteros-yrityskauppa, mutta kasvulukujen perusteella yhtiöllä on ollut selkeitä haasteita Tanskassa. Innofactorin tase on edelleen terveellä pohjalla, vaikka velkaantuneisuus on hieman kohonnut viimeisimmän yrityskaupan myötä. Yhtiö maksoi alkuvuonna takaisin 3,2 MEUR:n hybridilainan, mikä alentaa hieman rahoituskuluja. Emme odota Innofactorin jakavan osinkoa lähivuosina, sillä yhtiö tulee käyttämään tulorahoitustaan kasvustrategian toteutukseen.

Historiallinen kehitys

Kannattavuus ei ole pysynyt kasvun vauhdissa

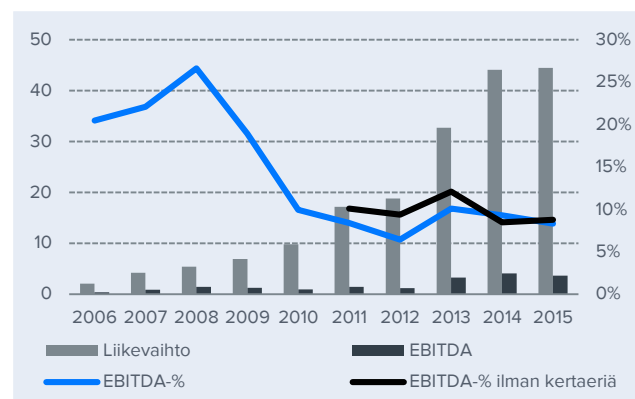
Innofactorin pitkän aikavälin liikevaihdon kasvu on ollut voimakasta orgaanisen kasvun ja yritysostojen johdosta. Samalla yhtiön operatiivinen kannattavuus on heikentynyt, mutta säilynyt kohtalaisella tasolla. Yhtiö ylsi yli 20 %:n EBITDA-tasoihin vielä ennen listautumista, minkä jälkeen kannattavuus 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, 35 % vuonna 2014 ja 1 % vuonna 2015. Yhtiön Ruotsin yritysoston myötä liikevaihtoa tulee noin 25 % lisää.

Innofactorin kertaeristä oikaistu EBITDA-% on ollut 8,5 % - 12,1 % välillä vuosina 2011-2015. 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 arvioimme mukaan osin heijastuneet myös yhtiön osakekurssin volatiliiteettiin. Viime vuonna tuloksessa oli 0,2 MEUR kertaeriä ensimmäisellä vuosipuoliskolla liittyen Tanskan projektien arvostusvirheisiin.

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

Liikevaihto ja EBITDA-% 2006-2015



Lähde: Inderes

2015 tuloskehitys parani vuoden loppua kohden

Vuosi 2015 oli kokonaisuutena Innofactorilta pettymys, sillä liikevaihto kasvoi vain yhden prosentin ja tulos jäi edellisvuoden tavoin vaatimattomalle tasolle. Yhtenä syynä voidaan pitää heikkoa lisenssimyyntiä. Lisenssimyynti laski vuonna 2015 4 %:iin edellisvuoden 9 %:sta, mikä heijastelee myös toimialalla tapahtuvaa lisenssimyyntin ja lisenssien katteiden kuristumista. Maantieteellisesti myyntin jakauma pysyi samana verrattuna edellisvuoteen ja Suomi vastasi 82 % myynnistä. Vuonna 2015 kassavirtaan vaikutti myös Enabling kaupan lopullinen hankintahinta. Maksettavaksi kesäkuulle tuli 2,2 MEUR, josta 1,7 MEUR maksettiin käteisellä ja loput omilla osakkeilla (suunnattu osakeanti 500 tuhatta kappaletta). Osakemäärä lisääntyi viime vuonna noin 4 % tai 1,3 miljoonaa kappaletta, joista 500 tuhatta liittyi Enabling-yrityskauppaan ja 800 tuhatta liittyi henkilöstön sitoutusjärjestelyyn.

Lisäksi, Innofactor kertoi Q3-raportin yhteydessä väärinkäytösepäilyistä liittyen Tanskan entisen maajohtajan työsuhteeseen. Väärinkäytökset liittyivät projektien arvostusvirheisiin, joiden takia Innofactor joutui korjaamaan alaspäin tulostaan yhteensä 0,35 MEUR:lla Q4'14 ja 0,2 MEUR:lla H1'15.

Innofactorin Q1'16 raportti oli ristiriitainen. Sekä Suomen (8% kasvu) että Ruotsin liikevaihto olivat vahvoja, kun taas Tanskan raju noin 40 %:n liikevaihdon lasku oli odottamaton. Yhtiössä aloitti helmikuussa uusi Tanskan maajohtaja, joka on sittemmin koonnut maahan uutta tiimiä. Yhtiö maksoi myös takaisin 3,2 MEUR:n hybridilainansa Q1'16.

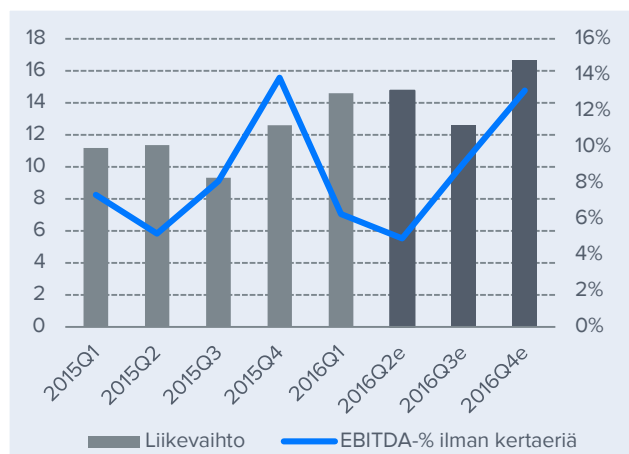
Kokonaisuutena vuoden 2016 ensimmäisen kvartaalin tulos oli odotusten mukainen. Vaihteleva maantieteellinen suoritus kuitenkin jättää paljon seurattavaa tuleville neljänneksille. Ruotsin kohdalla tiedossamme ei ole vertailukautta, mutta arvioimme Ruotsin orgaanisen kasvun jatkuneen. Ensimmäisellä neljänneksellä liikevaihto kasvoi 30 % ja oikaistu käyttökate oli 6,3 % ja viime vuoden tasolla.

Kuluvan vuoden fokusalueet

Kuluvan vuoden aikana yhtiön fokusalueita ovat käsityksemme mukaan seuraavat:

- Ruotsin integraation loppuun saattaminen. Jäljellä on vielä integraatiotyötä kuten tietojärjestelmien yhdistäminen ja käyttöönotto.
- Norjaan laajeneminen yritystoin. Yhtiö ei näe estettä uuteen maahan laajenemiseen, vaikka Cinterosin integraatio on osin kesken.
- Sisäisen ERP-implemентаation loppuun vieminen. Tällä hetkellä työtä tehdään Tanskassa ja myöhemmin Suomessa ja Ruotsissa.
- Orgaanisen kasvun ja kannattavuuden parantaminen.
- Tarjonnan kirkastaminen sekä sisäisesti että ulkoisesti

Liikevaihto ja EBITDA-% Q1'15-Q4'16e



Lähde: Inderes

Ennusteet ja arvostus

Innofactor ohjeistaa vuoden 2016 liikevaihdon ja käyttökateen kasvavan merkittävästi edellisvuodesta, jolloin liikevaihto oli 44,5 MEUR ja käyttökate 3,7 MEUR. Yhtiön pitäisi yritysoston ja heikon vertailukauden myötä yltää helposti ohjeistukseen. Suomen markkinatilanne on parempi kuin vuosi sitten ja Innofactor pääsee hyötymään nyt myös Ruotsin vahvasta markkinakasvusta. Olemme kuitenkin hieman laskeneet kannattavuusennusteita kuluvalle ja ensi vuodelle johtuen Tanskan haasteista ja lähdemme liikkeelle hyvin varovaisista oletuksista tälle vuodelle. Jäämme odottamaan positiivisia merkkejä erityisesti Suomen liikevaihdon kasvusta, Ruotsin orgaanisesta kasvusta ja osaamisen ristiinmyynnistä. Ennusteidemme mukaan yhtiön osakekohtainen tulos asettuu noin 0,05-0,09 euron tasolle vuosina 2016-2018. Ennusteillamme osakkeen P/E-luvut ovat 17,5x tälle vuodelle ja 11,8x ensi vuodelle. Vastaavat EV/EBITDA-luvut ovat 8,1x ja 6,6x. Tulos pohjainen arvostus on matalahko huomioiden varovaiset ennusteemme ja pidämme osakkeen arvostusta houkuttelevana. Innofactorin suhteellista arvostustasoa vertailuryhmään nähden on viimeisen kahden vuoden aikana painanut heikko kannattavuuskehitys, mikä on heikentänyt markkinan luottamusta yhtiötä kohtaan. Tämän luottamuksen palautuminen on keskeinen ajuri osakkeelle ja se edellyttää positiivisen kannattavuuskehityksen jatkumista loppuvuonna. Pitkällä tähtäimellä näemme edelleen arvonkehityksen olevan riippuvainen yrityskaupoissa onnistumisesta.

Ennusteet

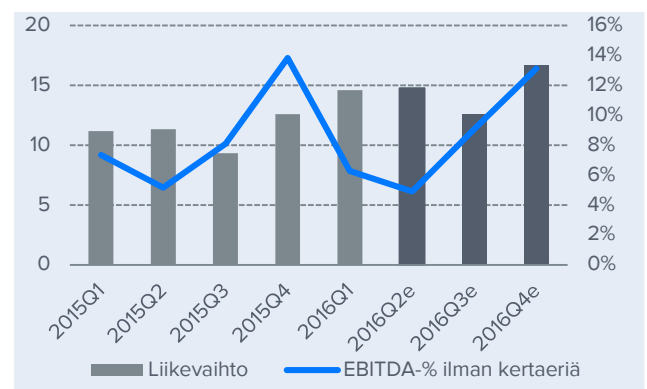
Varovaiset ennusteet vuodelle 2016

Innofactor ohjeistaa vuoden 2016 liikevaihdon ja käyttökateen kasvavan merkittävästi edellisvuodesta, jolloin liikevaihto oli 44,5 MEUR ja käyttökate 3,7 MEUR. Ennustamme liikevaihdon kasvavan 32 % tasolle 58,7 MEUR ja käyttökateen olevan 8,5 % (8,3 %). Yhtiö pääsee helposti ohjeistukseensa Ruotsin yritysoston (25 % kasvua liikevaihtoon) ja heikon vertailukauden myötä.

Ensimmäisen neljänneksen Suomen hyvän (8 %) ja Tanskan heikon (noin -40 %) liikevaihtokehityksen lisäksi Ruotsin toiminnot antavat paljon mielenkiintoa tuleville neljänneksille. Kuvastaan varovaisia ennusteitamme, arvioimme Suomen loppuvuoden kasvun olevan noin 5 %:n tasolla, mikä tarkoittaisi lievästi alkuvuotta hitaampaa kasvua. Ruotsin toiminnoille olemme ennustaneet 26 % kasvua tälle vuodelle. Ottaen huomioon Ruotsin toimintojen historiallisesti vahvemman orgaanisen kasvun ja ristiinmyynnin potentiaalin, ovat ennusteemme varovaiset. Lisäksi olemme ennustaneet Tanskan vaikeuksien jatkuvan vielä seuraavat kaksi neljännestä ja koko vuoden liikevaihdon jäävän 20 % vertailukauden alapuolelle. Huomautamme tuloksen painottuvan kausiluonteisesti voimakkaasti loppuvuoteen.

Ensi vuonna odotamme yhtiön tulospohjaisen vahvistuvan kilpailukykysovimuksen tuoman tehokkuushyödyn, ristiinmyynnin mahdollisuuksien realisoitumisen ja vahvemman orgaanisen kasvun ansiosta.

Ennusteet: vuosineljänneksinä



Lähde: Inderes

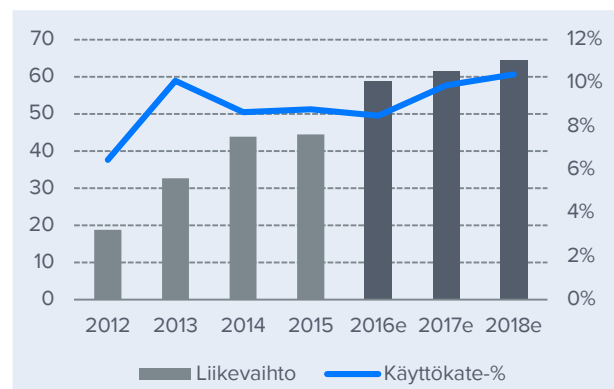
Pitkän aikavälin ennusteet: lievää tuloskasvua

Vuoden 2016 jälkeen arvioimme Innofactorin yltävän nykyrakenteella noin 5 %:n orgaaniseen vuotuiseseen kasvuun sekä noin 10 %:n EBITDA-marginaaliin. Yhtiön pitäisi mielestämme yltää tämän tason kasvuun ja kannattavuuteen, vaikka markkinatilanne jatkuisikin heikkona. Ennusteissamme yhtiön liikevaihto nousee vuoteen 2018 mennessä 64 MEUR:oon ja käyttökate 6,7 MEUR:oon. Osakekohtainen tulos nousee tämän vuoden 0,05 eurosta 0,09 euroon vuonna 2018. Huomautamme Cinteros-yrityskaupan nostavan yhtiön poistotasoa noin miljoonalla eurolla vuodessa, mikä heikentää ei-kassavirtapohjaista osakekohtaista tulosta.

Tulosta tukee operatiivisen tulospohjaisen lisäksi rahoituskulujen alentuminen, sillä ennustetulla tulostahdilla yhtiön vakavaraisuus paranee huomattavasti lähivuosina ja taseessa olleen hybridilainan takaisinmaksu alensi rahoituskuluja noin 0,3 MEUR vuositasona.

Taseessa olevan verosaamisen johdosta yhtiön verokulut eivät ole lähivuosina rahavirtavaikutteisia, mikä tukee hieman alle 1 MEUR:lla yhtiön rahavirtaa lähivuosina. Siten osakekohtainen rahavirta tulee lähivuosina olemaan osakekohtaista tulosta korkeampi, mikäli käyttöpääomassa tai investoinneissa ei tapahdu oleellisia muutoksia.

Pitkän aikavälin ennusteet



Lähde: Inderes

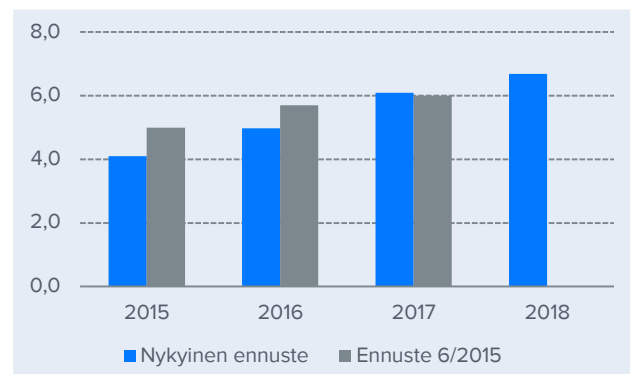
Ennustemuutokset viimeisen vuoden aikana

Suurin yksittäinen tekijä ennustemuutosten taustalla (verrattuna edelliseen vuosipäivitykseen) on Ruotsin Cinteros-yrityskauppa. Ennustamme kuluvaan vuonna Ruotsin toimintojen tuovan 13,8 MEUR liikevaihtoa ja kannattavuuden olevan Suomen toimintojen luokkaa. Yrityskaupan kautta, ja taseeseen aktivoidun tuotekehityskulun myötä poistotasot ovat nousseet. Täten käyttökatteen noususta huolimatta tuloslaskelman alemmat rivit ovat lähellä viime vuoden tasoa.

Muuttuneiden poistotasojen, osakemäärän ja verosaamisten myötä EPS:in käyttäminen ennuste tai verokkivertailuun ei ole niin yksinkertaista. Täten EBITDA sopii vertailuun paremmin johtuen aikajaksojen verrattavuudesta sekä paremmin kassavirtaa kuvaavana parametrina.

Katsottaessa ennustemuutoksia, näemme että viime vuoden Q2 (heikko kannattavuus) ja Q3-raportit (alaskirjaukset) tekivät viime vuoden EBITDA:sta tällöin ennustettua (kesäkuu 2015) heikomman. Tästä johtuen myös tulevien vuosien EBITDA heikkeni. Ja täten ei myöskään Cinteros kaupan tuoma ”lisä”-EBITDA ole yhtä havainnollinen kuvaajassa.

Oikaistun EBITDA:n ennustemuutokset viimeisen vuoden aikana



Lähde: Inderes

Osakkeen arvostus

Yrityskaupoissa onnistuminen keskeisin pitkän aikavälin ajuri

Innofactorin osakkeen arvonmuodostus tulee näkemyksemme mukaan perustumaan lähivuosina ja pitkällä aikavälillä erityisesti yhtiön onnistumiseen tulevissa yrityskaupoissa. Lisäksi osakkeessa on myös ennustamme tuloskehityksen valossa selvää nousuvaa, koska ennusteemme lähivuosille ovat melko varovaiset ja silti arvostuskertoimet ovat matalat. Pienenä optiona osakkeessa ovat yhtiön omat ohjelmistotuotteet, joista voi potentiaalisesti kasvaa kansainvälisiä menestyksiä tulevaisuudessa. Emme kuitenkaan anna tälle optiolle suurta painoarvoa tässä vaiheessa.

EPS-kasvu on yksi keskeisiä seuraamiamme mittareita Innofactorissa yhtiön tulevien vuosien yritysostostrategiassa, sillä se huomioi osittain osakevaihdolla tehtyjen yrityskauppojen laimennusvaikutuksen. EPS-kasvu heijastuu yhtiön osakkeeseen markkinan hinnoittellessa yhtiötä osin P/E-luvun kautta. Mitä kovempaan EPS-kasvuun yhtiö yltää, sitä korkeammat kertoimet sille voidaan hyväksyä.

Innofactorin riskiprofiilia nostaa yhtiön pieneen kokoon sekä yrityskauppoihin ja kansainvälistymiseen liittyvät riskit.

Arvostuskertoimet

Innofactoria on viime vuosina hinnoiteltu melko korkeilla arvostuskertoimilla johtuen yhtiön onnistuneesta kasvustrategian toteutuksesta. Viimeisen kahden vuoden lievän pettymyksen jälkeen arvostus on kuitenkin nyt painunut alemmaksi eikä markkinan luottamus yhtiöön ole täysin palautunut aiemmalle tasolle. Varovaiset ennusteemme, matala arvostus ja useampi potentiaali huomioiden pidämme tällä hetkellä osaketta houkuttelevana.

Ensisijaisesti 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 arvonluonti perustuu osinkojen sijaan kasvuun.

Ennusteillamme Innofactorin tämän ja ensi vuoden P/E-luvut ovat 17,5x ja 11,8x, mikä on houkutteleva arvostustaso yhtiön kasvunopeus huomioiden. Osakkeelle voidaan hyväksyä lievästi korkeampi P/E-taso verrokkeihin nähden johtuen yhtiön korkeista verosaamisista ja siitä etteivät verokulut ole yhtiölle rahavirtavaikutteisia. Kyseisen verosaamisen kirjanpitoarvo on tällä hetkellä 6,6 MEUR, mikä vastaa noin 0,20 euron osakekohtaista arvoa. Jos tämän verosaamisen nykyarvo hinnoiteltaisiin esimerkiksi konservatiivisesti puoleen kirjanpitoarvosta, voitaisiin osakkeelle hyväksyä nyt noin 10 % korkeammat arvostuskertoimet.

Haluamme myös huomioida noin miljoonalla eurolla kohonneet poistot ja niiden verrannollinen nostava vaikutus P/E-lukuun, mutta ei kassavirtaan. 1 MEUR:n poistojen vaikutus EPS:iin on noin 2,5 senttiä osakkeelta ja täten P/E kuluvalle vuodelle olisi 17,5x sijaan 11,5x. Kyseisistä huomioista johtuen korostamme tällä hetkellä EV/EBITDA-kerrointa. Innofactorin toinen keskeinen hinnoittelumittari EV/EBITDA on listattuja palveluyhtiötä matalammalla tasolla. Tämän ja ensi vuoden ennusteillamme kertoimet ovat 8,1x ja 6,6x.

Arvostuskertoimet

Arvostustaso	2015	2016e	2017e	2018e
Osakekurssi	0,98	0,86	0,86	0,86
Markkina-arvo	33	28	31	33
Yritysarvo (EV)	41	40	40	40
P/E (oik.)	16,8	17,5	11,8	9,9
P/E	21,2	17,5	11,8	9,9
P/Kassavirta	26,7	736,8	123,1	20,3
P/B	1,3	1,2	1,0	0,8
P/S	0,7	0,5	0,5	0,4
EV/Liikevaihto	0,9	0,7	0,7	0,6
EV/EBITDA	10,5	8,1	6,6	5,9
EV/EBIT	15,0	15,7	10,6	8,5
Osinko/tulos (%)	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %

Lähde: Inderes

Arvostuskertoimien herkkyyks

Havainnollistamme oheisessa herkkyyksianalyysissä Innofactorin osakkeen muutosherkkyyttä yhtiön kannattavuustasolle sekä arvostuskertoimelle (P/E), jolla markkinan voidaan ajatella osaketta hinnoittelevan. Yhtiön EBITDA-% (2016e) kannattavuuden vaihdelta 8,0 % ja 13,0 % välillä, liikkuu osakekohtainen tulos arviomme

mukaan 0,04-0,11 euron välillä. Lisäksi teemme oletuksen, että markkina hinnoittelee osaketta 10,0x ja 16,0x välillä olevalla P/E-luvulla.

Mikäli yhtiö yltäisi 13 %:n tasolla olevaan kannattavuuteen ja markkina olisi valmis maksamaan osakkeesta 16x P/E-luvun, nousisi osakekurssi 1,8 euron tasolle. Vastaavasti mikäli yhtiön kannattavuus jäisi 8,0 % tasolle ja hyväksyttävä P/E painuisi alle 10:n, painuisi osakekurssi alle 0,5 euroon. Esimerkki havainnollistaa Innofactorin osakkeen voimakasta herkkyyttä yhtiön kannattavuuden heilahteluille sekä muutoksille markkinan hyväksymässä arvostustasossa. Molemmassa vaihtelut ovat olleet viime vuosina voimakkaita: yhtiön EBITDA-% on liikkunut 8-12 %:n välillä ja osaketta on viime vuosina parhaimmillaan hinnoiteltu lähes 20x ennustetulla P/E-luvulla. Tämän vuoden ennustetusta tuloksesta laskettu P/E on 17,5x.

Osakkeen herkkyyks kannattavuudelle ja P/E-kertoimelle

EBITDA-%		8,0 %	9,0 %	10,0 %	11,0 %	12,0 %	13,0 %
(EPS EBITDA-%:l		0,04	0,06	0,07	0,08	0,10	0,11
P/E	10	0,42	0,56	0,70	0,84	0,99	1,13
	11	0,46	0,62	0,77	0,93	1,08	1,24
	12	0,51	0,67	0,84	1,01	1,18	1,35
	13	0,55	0,73	0,91	1,10	1,28	1,47
	14	0,59	0,79	0,99	1,18	1,38	1,58
	15	0,63	0,84	1,06	1,27	1,48	1,69
	16	0,67	0,90	1,13	1,35	1,58	1,80

Lähde: Inderes

Vertailuryhmä

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. Innofactoria hinnoitellaan tällä hetkellä yli vertailuryhmän vuoden 2016 P/E luvulla ja alle vertailuryhmän vuoden 2017 P/E luvulla. Mutta huomioiden verosaamiset ja kohonneet poistotasot, näemme myös kuluvan vuoden P/E-luvun olevan Innofactorille houkutteleva. Varovaisten ennusteidemme EV/EBITDA-luvuilla Innofactorin arvostusero on myös matala, noin 11-13% edullisempi verrattuna verrokkiryhmään. Lisäksi huomioiden nykyinen operatiivinen potentiaali, näemme arvostuksen kokonaisuudessaan lähivuosille houkuttelevaksi. Huomautamme, että verrokkiryhmän arvostuksen vaihteluväli on varsin suuri tällä hetkellä johtuen sekä eriävistä liiketoimintamixistä että vaihtelevasta tulokunnosta.

Arvioimme EV/liikevaihto-kertoimen alennuksen suurelta osin johtuvan Innofactorin vertailuryhmää heikommasta kannattavuudesta. Emme kuitenkaan näe noin -25 %:n alennusta perusteltuna huomioiden varovaiset ennusteemme sekä ristiinmyynnin ja kiky:n luomat mahdollisuudet lähivuosille.

Vertailuryhmän arvostus

Yhtiö	EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E	
	2016e	2017e	2016e	2017e	2016e	2017e
Nixu	10,6	8,4	1,3	1,1	17,0	13,1
Affecto	5,3	4,8	0,5	0,5	27,1	9,7
Bouvet	11,6	10,4	1,0	0,9	18,1	15,9
Digia	10,0	7,4	0,8	0,7	15,0	12,7
Enea	8,1	7,7	2,1	2,0	14,0	13,1
HiQ International	11,3	10,6	1,5	1,4	16,6	15,5
Siili	8,9	7,6	0,9	0,8	12,4	10,4
Solteq	4,4	6,9	0,7	0,7	12,9	10,6
Tieto	9,3	8,8	1,2	1,2	15,5	14,7
KnowIT	7,0	6,6	0,6	0,6	9,8	9,1
Innofactor (Inderes)	8,1	6,6	0,7	0,7	17,5	11,8
Keskiarvo	8,7	7,9	1,1	1,0	15,8	12,5
Mediaani	9,1	7,6	0,9	0,9	15,3	12,9
Erotus-% vrt. mediaani	-11 %	-13 %	-26 %	-24 %	15 %	-9 %

Lähde: Bloomberg ja Inderes

DCF-analyysi

Annamme arvonmäärittämisessä rahavirtamallia suuremman painoarvon arvostuskertoimille, koska DCF:ssä suuri osa arvosta muodostuu pitkällä tulevaisuudessa, ja johon meillä on heikko näkyvyys.

DCF-mallimme osakekohtainen arvo Innofactorin osakkeelle on 1,01 euroa.

Ennustemallissamme yhtiö kasvaa lähivuosina 2017-2018 noin 5 %:n vauhtia ja saavuttaa noin 10 %:n EBITDA-marginaalin. Pitkällä aikavälillä (2018 jälkeen) kasvu tasaantuu 3 % tuntumaan ja EBITDA-% vakiintuu 7-8 %: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 arvosta on reilut puolet.

Rahavirtamallissa käyttämämme pääoman kustannus (WACC) on 8,5 % ja oman pääoman kustannus 9,3 %.

Arvostus

Eri strategioiden IT-palveluyhtiöiden arvostus ja hinnoittelu

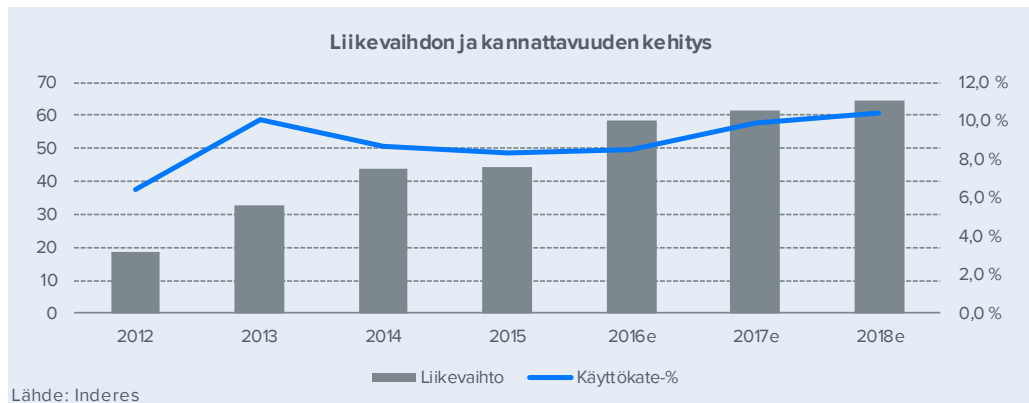
	Siili	Innofactor	Solteq	Affecto	Tieto
Kokoluokka	Pieni (<100 MEUR)	Pieni (<100 MEUR)	Pieni (<100 MEUR)	Keskisuuri (>100 MEUR)	Suuri (>1 mrd. EUR)
Teknologia	Riippumaton	Microsoft	Riippumaton	Riippumaton	Riippumaton
Omaa ohjelmistoliiketoimintaa	Ei	n. 1/4 liikevaihdosta	Hieman	Ei	n. 1/4 liikevaihdosta
Osaamisalueet	Koko IT-järjestelmän kattavat palvelut	Koko IT-järjestelmän kattavat palvelut	Erikoitumisalue: Kaupan ala	Erikoitumisalue: EIM	Generalisti
Kasvu	Voimakas (orgaanien ja yrityskaupat)	Voimakas (yrityskaupat)	Kohtalainen	Heikko	Heikko
EBITDA-% 2016e	~10 %	~9 %	~16 %	~8 %	~13 %
P/E 2016e	12x	17X	13x	10x	15x
EV/EBITDA 2016e	8x	8x	4x	6x	10x
Osinko-% 2016e	3,9%	0%	1,1%	5,5%	5,5%

Lähde: Inderes

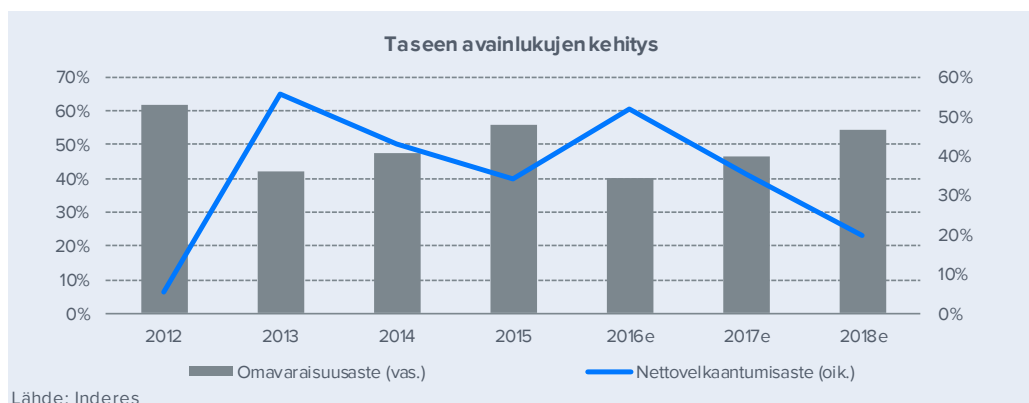
Avainluvut

Lyhennetty tuloslaskelma	2012	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Liikevaihto	18,8	32,7	43,8	44,5	58,7	61,6	64,4
Käyttökate (EBITDA)	1,2	3,3	3,8	3,7	5,0	6,1	6,7
Oikaistu liikevoitto (EBIT)	1,2	2,9	2,3	2,7	2,6	3,8	4,6
Oik. liikevoitto-%	6,2 %	8,9 %	5,3 %	6,2 %	4,4 %	6,2 %	7,2 %
Liikevoitto (EBIT)	0,6	2,3	2,4	2,5	2,6	3,8	4,6
Tulos ennen veroja	0,6	1,9	1,9	1,9	2,0	3,3	4,2
Nettotulos	0,4	1,4	1,6	1,5	1,6	2,6	3,3
Osakekohtainen tulos	0,03	0,06	0,05	0,06	0,05	0,07	0,09
Vapaa kassavirta	-1,8	-2,4	0,4	1,2	0,0	0,2	1,4

Lähde: Inderes



Avainluvut	2012	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Liikevaihdon kasvu-%	9,4 %	73,7 %	34,1 %	1,4 %	32,0 %	5,0 %	4,5 %
Käyttökate-%	6,5 %	10,1 %	8,7 %	8,3 %	8,5 %	9,9 %	10,4 %
Liikevoitto-%	3,3 %	6,9 %	5,5 %	5,7 %	4,4 %	6,2 %	7,2 %
ROE-%	3,4 %	8,4 %	7,4 %	6,6 %	6,8 %	10,3 %	10,9 %
ROI-%	4,5 %	12,9 %	7,5 %	7,6 %	7,4 %	10,1 %	11,4 %
Omavaraisuusaste	62,1 %	42,1 %	47,4 %	55,8 %	40,3 %	46,7 %	54,3 %
Nettovelkaantumisaste	5,4 %	55,9 %	42,9 %	34,1 %	52,1 %	35,6 %	19,8 %



Osakelukuja	2012	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e
EPS (oikaistu)	0,03	0,06	0,05	0,06	0,05	0,07	0,09
Kassavirta / osake	-0,06	-0,07	0,01	0,04	0,00	0,01	0,04
Osinko / osake	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Omapääoma / osake	0,46	0,61	0,70	0,73	0,70	0,78	0,87

Lähde: Inderes

Tuloslaskelma, tase ja DCF-malli

Tuloslaskelma

Tuloslaskelma (MEUR)	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Liikevaihto	32,7	43,8	44,5	58,7	61,6	64,4
Kulut	-29,4	-40,0	-40,7	-53,7	-55,5	-57,7
Käyttökate	3,3	3,8	3,7	5,0	6,1	6,7
Poistot	-0,4	-0,4	-0,4	-0,5	-0,5	-0,7
EBITA	1,6	1,4	1,8	0,7	2,1	3,3
Arvon alentumiset	-0,6	-1,0	-0,8	-1,9	-1,8	-1,4
Liikevoitto	2,3	2,4	2,5	2,6	3,8	4,6
Liikevoiton kert. erät	-0,7	0,1	-0,2	0,0	0,0	0,0
Liikevoitto ilman kert. eriä	2,9	2,3	2,7	2,6	3,8	4,6
Rahoituserät	-0,4	-0,5	-0,6	-0,5	-0,5	-0,4
Korkokulut	-1,2	-0,5	-0,6	-0,5	-0,6	-0,5
Muut rahoituskulut	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Valuuttakurssierot	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Rahoitustuotot	0,8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Osuus osakkuusyhtiöiden tuloksesta	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Voitto ennen veroja	1,9	1,9	1,9	2,0	3,3	4,2
Muut erät	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Verot	-0,5	-0,4	-0,4	-0,4	-0,7	-0,9
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettotulos	1,4	1,6	1,5	1,6	2,6	3,3
Nettotulos ilman kert. eriä	2,1	1,5	1,7	1,6	2,6	3,3
Satunnaiset erät	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Tilikauden tulos	1,4	1,6	1,5	1,6	2,6	3,3

Tase

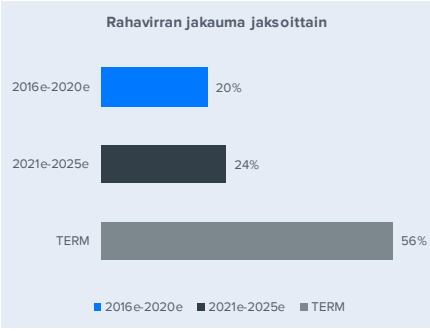
Vastaavaa (MEUR)	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Pysyvät vastaavat	31,7	30,9	29,8	37,0	37,4	37,6
Liikearvo	19,3	19,6	19,6	22,2	24,4	26,7
Aineettomat oikeudet	3,9	3,4	2,9	7,0	5,5	4,3
Käyttöomaisuus	0,9	0,7	0,5	1,0	1,4	1,4
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut sijoitukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset varat	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1
Laskennalliset verosaamiset	7,6	7,2	6,7	6,7	6,0	5,1
Vaihtuvat vastaavat	14,9	16,5	14,2	20,0	22,2	23,9
Varastot	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut lyhytaikaiset varat	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1
Myyntisaamiset	14,0	15,5	13,3	18,8	20,3	21,9
Likvidit varat	1,0	1,0	0,8	1,2	1,8	1,9
Taseen loppusumma	46,7	47,4	44,0	56,9	59,5	61,4

Vastattavaa (MEUR)	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Oma pääoma	19,6	22,5	24,5	22,9	27,8	33,4
Osakepääoma	2,1	2,1	2,1	2,1	2,1	2,1
Kertyneet voittovarot	0,8	2,3	3,3	4,9	7,5	10,8
Omat osakkeet	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muu oma pääoma	16,8	18,1	19,1	15,9	18,2	20,4
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Laskennalliset verovelat	1,0	0,8	0,8	1,5	1,5	1,5
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pitkäaikaiset velat	10,0	7,7	4,8	9,2	8,0	5,6
Lainat rahoituslaitoksilta	10,0	7,7	4,8	9,2	8,0	5,6
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lyhytaikaiset velat	16,0	16,4	13,8	23,3	22,2	20,9
Lainat rahoituslaitoksilta lyh.	1,9	2,9	4,4	3,9	3,8	2,9
Lyhytaikaiset korottomat velat	14,1	13,5	9,4	19,4	18,5	18,0
Muut lyhytaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Taseen loppusumma	46,7	47,4	44,0	56,9	59,5	61,4

DCF-malli

Kassavirtalaskelma (MEUR)	2015	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	TERM
Liikevoitto	2,5	2,6	3,8	4,6	5,4	5,1	4,9	4,7	4,5	4,2	4,3	
+ Kokonaispoistot	1,2	2,4	2,3	2,1	1,8	1,6	1,4	1,5	1,4	1,4	1,0	
- Maksetut verot	0,1	0,3	0,0	0,0	0,0	-1,0	-1,0	-1,0	-0,9	-0,9	-0,9	
- verot rahoituskuluista	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
+ verot rahoitustuotoista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Käyttöpääoman muutos	-1,9	4,5	-2,4	-2,0	-0,8	-0,1	-0,1	-0,1	-0,2	-0,2	-0,1	
Operatiivinen kassavirta	1,8	9,6	3,5	4,6	6,3	5,5	5,2	5,1	4,8	4,6	4,3	
+ Korotomien 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	-0,6	-9,6	-3,3	-3,2	-1,0	-0,9	-1,6	-1,6	-1,5	0,4	-1,0	
Vapaa operatiivinen kassavirta	1,2	0,0	0,2	1,4	5,4	4,6	3,6	3,5	3,3	5,0	3,3	
+/- Muut	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	1,2	0,0	0,2	1,4	5,4	4,6	3,6	3,5	3,3	5,0	3,3	51,2
Diskontattu vapaa kassavirta	0,0	0,2	1,1	4,0	3,2	2,3	2,0	1,8	2,5	1,5	23,6	
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta	42,3	42,3	42,1	41,0	36,9	33,7	31,4	29,4	27,6	25,1	23,6	
Velaton arvo DCF	42,3											
- Korolliset velat	-9,2											
+ Rahavarat	0,8											
- Vähemmistöosuus	0,0											
- Osinko/pääomapalautus	0,0											
Oman pääoman arvo DCF	34,0											
Oman pääoman arvo DCF per osake	1,03											

Pääoman kustannus (WACC)	
Vero-% (WACC)	21,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	20,0 %
Vieraan pääoman kustannus	7,0 %
Yrityksen Beta	1,00
Markkinoiden riski-premio	4,75 %
Likviditeettipremio	1,50 %
Riskiton korko	3,0 %
Oman pääoman kustannus	9,3 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	8,5 %

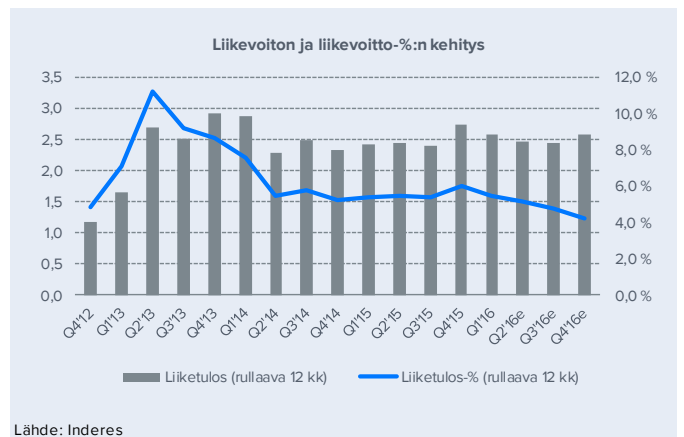
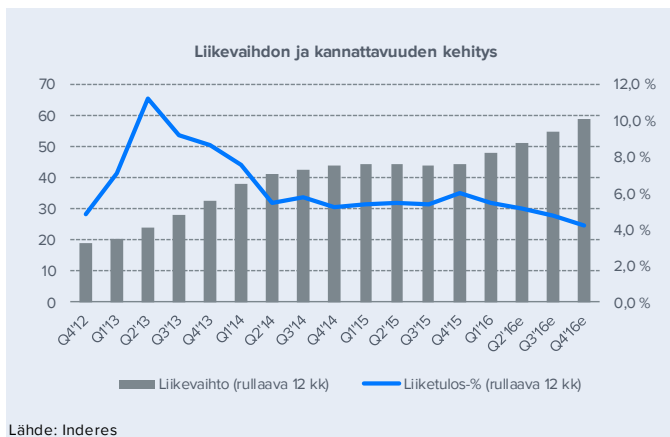
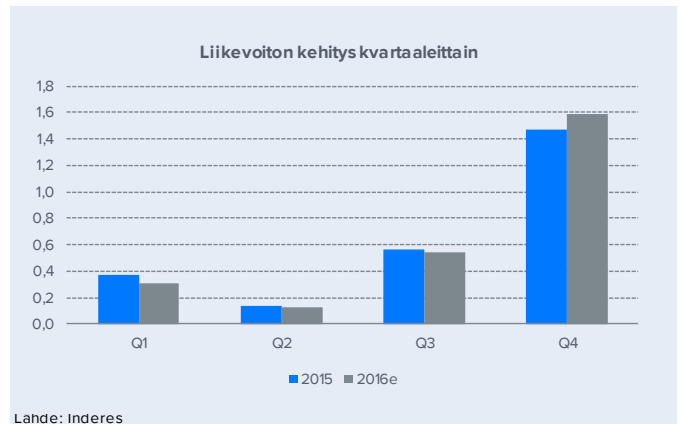
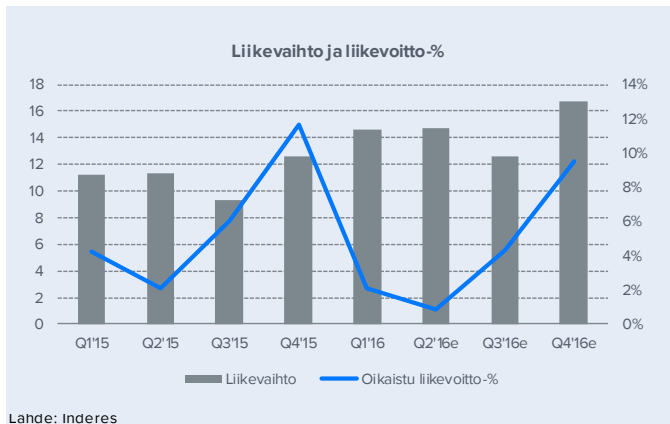


Vuosineljännesennusteet ja tiivistelmä

Tuloskehitys kvartaalitasolla	2014	Q1'15	Q2'15	Q3'15	Q4'15	2015	Q1'16	Q2'16e	Q3'16e	Q4'16e	2016e	2017e	2018e
Liikevaihto	43,8	11,2	11,4	9,3	12,6	44,5	14,6	14,8	12,6	16,7	58,7	61,6	64,4
Käyttökate	3,8	0,7	0,5	0,8	1,7	3,7	0,9	0,7	1,1	2,2	5,0	6,1	6,7
Poistot ja arvonalennukset	-1,4	-0,4	-0,3	-0,2	-0,3	-1,2	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6	-2,4	-2,3	-2,1
Liikevoitto ilman kertaeriä	2,3	0,5	0,2	0,6	1,5	2,7	0,3	0,1	0,5	1,6	2,6	3,8	4,6
Liikevoitto	2,4	0,4	0,1	0,6	1,5	2,5	0,3	0,1	0,5	1,6	2,6	3,8	4,6
Nettorahoituskulut	-0,5	-0,1	-0,3	-0,1	-0,1	-0,6	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,5	-0,5	-0,4
Tulos ennen veroja	1,9	0,3	-0,2	0,5	1,4	1,9	0,2	0,0	0,4	1,5	2,0	3,3	4,2
Verot	-0,4	-0,1	0,0	-0,1	-0,3	-0,4	0,0	0,0	-0,1	-0,3	-0,4	-0,7	-0,9
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	1,6	0,2	-0,2	0,4	1,1	1,5	0,1	0,0	0,3	1,2	1,6	2,6	3,3
EPS (oikaistu)	0,05	0,01	0,00	0,01	0,03	0,06	0,00	0,00	0,01	0,04	0,05	0,07	0,09
EPS (raportoitu)	0,05	0,01	-0,01	0,01	0,03	0,05	0,00	0,00	0,01	0,03	0,05	0,07	0,09

Tunnusluvut	2014	Q1'15	Q2'15	Q3'15	Q4'15	2015	Q1'16	Q2'16e	Q3'16e	Q4'16e	2016e	2017e	2018e
Liikevaihdon kasvu-%	34,1 %	4,4 %	1,1 %	-3,5 %	2,9 %	1,4 %	30,5 %	30,1 %	35,2 %	32,6 %	32,0 %	5,0 %	4,5 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	-20,3 %	26,3 %	7,2 %	-5,4 %	29,4 %	17,9 %	-35,0 %	-47,7 %	-3,0 %	8,3 %	-6,4 %	48,7 %	21,4 %
Käyttökate-%	8,7 %	6,4 %	4,3 %	8,1 %	13,8 %	8,3 %	6,3 %	4,9 %	9,1 %	13,1 %	8,5 %	9,9 %	10,4 %
Oikaistu liikevoitto-%	5,3 %	4,2 %	2,1 %	6,0 %	11,7 %	6,2 %	2,1 %	0,8 %	4,3 %	9,5 %	4,4 %	6,2 %	7,2 %
Nettotulos-%	3,6 %	1,9 %	-1,4 %	4,2 %	8,9 %	3,5 %	0,9 %	0,0 %	2,6 %	6,9 %	2,8 %	4,2 %	5,2 %

Lähde: Inderes



Innofactor tiivistelmä

Tuloslaskelma	2013	2014	2015	2016e	2017e
Liikevaihto	32,7	43,8	44,5	58,7	61,6
EBITDA	3,3	3,8	3,7	5,0	6,1
EBITDA-marginaali (%)	10,1	8,7	8,3	8,5	9,9
EBIT	2,3	2,4	2,5	2,6	3,8
Voitto ennen veroja	1,9	1,9	1,9	2,0	3,3
Nettovoitto	1,4	1,6	1,5	1,6	2,6
Kertaluontoiset erät	-0,7	0,1	-0,2	0,0	0,0

Tase	2013	2014	2015	2016e	2017e
Taseen loppusumma	46,7	47,4	44,0	56,9	59,5
Oma pääoma	19,6	22,5	24,5	22,9	27,8
Liikearvo	19,3	19,6	19,6	22,2	24,4
Korolliset velat	12,0	10,6	9,2	13,1	11,8

Kassavirta	2013	2014	2015	2016e	2017e
EBITDA	3,3	3,8	3,7	5,0	6,1
Nettokäyttöpääoman muutos	2,4	-2,2	-1,9	4,5	-2,4
Operatiivinen kassavirta	5,8	1,4	1,8	9,6	3,5
Vapaa kassavirta	-2,4	0,4	1,2	0,0	0,2

Yhtiökuvaus
Vuonna 2000 perustettu Innofactor on Pohjoismaiden johtavia Microsoft-ratkaisuihin keskittyneitä ohjelmistotoimittajia. Yhtiön liiketoiminta koostuu järjestelmäintegraattorina toimimisesta IT-projekteissa sekä omien ohjelmistotuotteiden ja -palveluiden kehittämisestä ja myynnistä. Innofactorin asiakkaina on yli 1200 yritystä ja julkishallinnon organisaatiota Suomessa, Ruotsissa, Tanskassa ja muualla Euroopassa. Liikevaihdosta noin puolet tulee yritysasiakkailta ja puolet julkishallinnon asiakkailta. Innofactorin strategian perustana on voimakas keskittyminen Microsoftin teknologioihin. Yhtiö toimii Microsoft-ekosysteemissä sekä ohjelmistotuotekumppanina että järjestelmäintegraattorina, mikä tarjoaa synergiahyötyjä. Yhtiön johto uskoo Microsoftin olevan vahvoilla IT-markkinoiden murroksessa, mitä tukee Microsoftin tuotteiden markkinoita nopeampi kasvu.

Osakekohtaiset luvut	2013	2014	2015	2016e	2017e
EPS	0,04	0,05	0,05	0,05	0,07
EPS oikaistu	0,06	0,05	0,06	0,05	0,07
Operat. kassavirta per osake	0,18	0,04	0,05	0,29	0,10
Tasearvo per osake	0,61	0,70	0,73	0,70	0,78
Osinko per osake	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Voitonjako, %	0	0	0	0	0
Osinkotuotto, %	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

Tunnusluvut	2013	2014	2015	2016e	2017e
P/E	27,7	15,9	21,2	17,5	10,9
P/B	2,0	1,1	1,3	1,2	1,0
P/Liikevaihto	1,2	0,6	0,7	0,5	0,5
P/CF	6,7	18,2	17,9	2,9	8,6
EV/Liikevaihto	1,5	0,8	0,9	0,7	0,6
EV/EBITDA	15,1	9,1	11,1	8,1	6,3
EV/EBIT	22,1	14,3	16,2	15,7	10,0

Suurimmat omistajat	%-osakkeista
Ensio Sami	22,7 %
Tilman Tuomo Tapani	8,4 %
Laiho Rami Tapani	4,3 %
Linturi Kaija ja Risto	3,9 %
Ilmarinen	3,8 %

Vastuuvapauslauseke

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 esittäjiensä näkemyksiä. Inderes ei vastaa esitettyjen tietojen sisällöstä tai paikkansapitävyydestä. Inderes tai sen työntekijät eivät myöskään vastaa raporttien perusteella tehtyjen sijoituspäätösten taloudellisesta tuloksesta tai muista vahingoista (välittömät ja välilliset vahingot), joita tietojen käytöstä voi aiheutua. Raportilla esitettyjen tietojen perustana oleva informaatio voi muuttua nopeastikin. Inderes ei sitoudu ilmoittamaan esitettyjen tietojen/kannanottojen mahdollisista muutoksista.

Mahdolliset kannanotot, arviot ja ennusteet ovat esittäjiensä 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 neuvonantaja. Asiakas vastaa sijoituspäätöksensä tekemisestä ja niiden taloudellisesta tuloksesta.

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

Inderes antaa seuraamilleen osakkeille tavoitehinnan. Inderesin käyttämä suositusmetodologia perustuu osakkeen tämänhetkisen hinnan ja 12 kuukauden tavoitehintamme väliseen prosenttiero. Suosituspolitiikka on neliportainen suosituksin myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään neljä kertaa vuodessa yhtiöiden

osavuositarkastusten yhteydessä, mutta suosituksia ja tavoitehintoja voidaan muuttaa myös muina aikoina markkinatilanteen mukaisesti. Annetut suositukset tai tavoitehinnat eivät takaa, että osakkeen kurssi kehittyisi tehdyn 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 laatineilla analyytikoilla tai Inderesin työntekijöillä ei voi olla 1) merkittävän taloudellisen edun ylittäviä omistuksia tai 2) yli 1 %:n omistusosuuksia missään tutkimuksen kohteena olevissa yhtiössä. Inderes Oy voi omistaa seuraamiensa kohdeyhtiöiden osakkeita ainoastaan siltä osin, kuin yhtiön oikeaa rahaa sijoittavassa mallisalkussa on esitetty. Kaikki Inderes Oy:n omistukset esitetään yksilöitynä mallisalkussa. Inderes Oy:llä ei ole muita omistuksia analyysin kohdeyhtiöissä. Analyysin laatineen analyytikon palkitsemista ei ole suoralla tai epäsuoralla tavalla sidottu annettuun suositukseen tai näkemykseen. Inderes Oy:llä ei ole investointipankkiliiketoimintaa.

Inderes tai sen yhteistyökumppanit, joiden asiakkuuksilla voi olla taloudellinen vaikutus Inderesiin, voivat liiketoiminnassaan pyrkiä toimeksiantosuhteisiin eri liikkeeseenlaskijoiden kanssa Inderesin tai sen yhteistyökumppanien tarjoamien palveluiden osalta. Inderes voi siten olla suorassa tai epäsuorassa sopimussuhteessa tutkimuksen kohteena olevaan liikkeeseenlaskijaan. Inderes voi yhdessä yhteistyökumppaneineen tarjota liikkeeseen laskijoille 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/>

Inderes Oy

Inderesin tavoitteena on tehdä Helsingin pörssistä parempi markkinapaikka. Edistämme suomalaisen pääomamarkkinan toimintaa toimimalla informaatiolinkkinä yritysten ja sijoittajien välillä sekä löytämällä sijoittajille parhaat sijoituskohteet. Vuonna 2009 perustettu yhtiö on työntekijöiden omistama.

Inderes Oy

Itämerenkatu 5

00180 Helsinki

+358 10 219 4690

twitter.com/nderes

Palkittua analyysiä osoitteessa www.nderes.fi



2015

#1 ennustetarkkuus



2016, 2015, 2014

#1 ennusteet ja
suositukset



2016, 2014

#1 suositustarkkuus



2016, 2012

#1-2 suositustarkkuus



2016, 2012

#1-2 suositustarkkuus



**inde
res.**

**Palkittua
analyysiä.**