

Vincit

Yhtiöraportti

3/2020

Palikat alkavat olla paikoillaan, koronan yli katsottuna

Laskemme Vincitin tavoitehinnan 3,5 euroon (aik. 5,2) laskeneiden ennusteiden ja sektorin arvostustasojen myötä ja toistamme osakkeen lisää-suosituksen. Vincit on viimeisen kahden vuoden aikana muokannut voimakkaasti toimintaansa rakentamalla perustan palveluliiketoiminnalle ja selkeyttämällä tuoteliiketoimintojen roolia. Lyhyellä aikavälillä koronaviruksen luoma epävarmuus varjostaa, mutta proaktiivisen koronareagoinnin ja vahvan taseen takia yhtiö on suhteellisesti terveessä asetelmassa. Yli koronan katsottuna yhtiön tuloskasvunäkymät ovat viime vuosia paremmat ja näkemyksemme mukaan Vincitin arvostus on useasta näkökulmasta katsoen houkutteleva.

Vincit on lukuisten muutoksien jälkeen nyt huomattavasti selkeämpi paketti

Vincit on viimeisen kahden vuoden aikana myynyt ICT-palveluliiketoiminnan, vahvistanut ohjelmistokehitys-palveluliiketoimintaa yritysostoilla, investoinut omiin tuotteisiin (LaaS ja EAM), uudistanut merkittävästi johtoryhmää ja muokannut strategiaa. Mittavat rakennejärjestelyt ja uudistukset ovat rasittaneet yhtiön tuloskehitystä ja samalla Vincit on näyttäytynyt sekavana kokonaisuutena sijoittajille. Nyt yhtiö alkaa olla muutosten suhteen selvillä vesillä ja strateginen suunta alkaa hahmottua. Vincitin palvelu- ja tuoteliiketoiminnot on myös eriytetty ja niitä johdetaan erikseen, mikä selkiyttää kokonaisuutta.

Tuoteliiketoiminta painaa kannattavuutta, mutta näkyvyys tuotteisiin on paranemassa

Arviomme mukaan Vincitin tuoteliiketoiminnot (EAM ja LaaS) painavat kannattavuutta vielä vuonna 2020 ja yhtiö on kertonut aktiivisesti tutkivansa rahoitusmalleja tuotteiden kaupallistamisen vauhdittamiseksi. Tuotteista kypsemmässä vaiheessa oleva EAM on yhtiön arvion mukaan nousemassa voitolliseksi ja LaaS:n kaupallistaminen vaatii vielä merkittäviä investointeja. Vincitillä on paljon arvontuontipotentiaalia tuoteliiketoiminnoissa, mutta toistaiseksi ne ovat lähinnä näyttäytyneet tulosrasitteena sijoittajille.

Vuosi 2020 on koronasta johtuen vaikea, mutta tuloskasvu elpyy vuosina 2021-2022

Vincitin palveluliiketoiminnan (arviolta ~95 % liikevaihdosta) markkinariskit ovat nyt korkeat, mutta yli koronan katsottuna näkymät ovat edelleen hyvin suotuisat. Yhtiö on vahvistanut merkittävästi palvelutarjoamaansa vastaamaan IT-markkinan muutoksiin ja Vincitin kilpailukyky on arviomme mukaan hyvä. Olemme laskeneet koronan epävarmuuden myötä tulosenusteita (~5-40%) lähivuosina ja ennustamme yhtiön jäävän oikaistua liikevoittoa odottavasta ohjeistuksesta vuonna 2020. Vuosina 2021-2022 odotamme Vincitin kasvun olevan 6-7 % ja oikaistun liikevoiton nousevan asteittain vajaan 11 %:iin vuonna 2022 palveluliiketoiminnan vahvan kannattavuuden sekä tuoteliiketoimintojen tulosrasituksen pienentymisen myötä.

Arvostus on houkutteleva, erityisesti huomioiden tuotepanostukset

IT-palveluyhtiöiden arvostukset ovat olleet voimakkaassa paineessa (-30 %) koronaviruksen myötä, mikä on laskeneiden ennusteiden lisäksi painanut alaspäin Vincitiille hyväksymäämme arvostusta. Olemme tarkastelleet Vincitin osakkeen arvostusta absoluuttisesti ja suhteellisesti, sekä osien summan kautta huomioidaksemme tuoteliiketoiminnot. Edellä mainitut arvostusmenetelmät huomioiden tarjoaa Vincitin osake houkuttelevan tuotto-odotuksen koronakriisin yli katsoville sijoittajille.

Analytiikot



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



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

Suositus ja tavoitehinta

Lisää

(aik. Lisää)



3,50 EUR

(aik. 5,20 EUR)

Osakekurssi: 3,05 EUR

Potentiaali: 14,8 %

Ohjeistus

(Ennallaan)

Vertailukelpoinen liikevaihto ja oikaistu liikevoitto kasvaa vuoteen 2019 verrattuna.

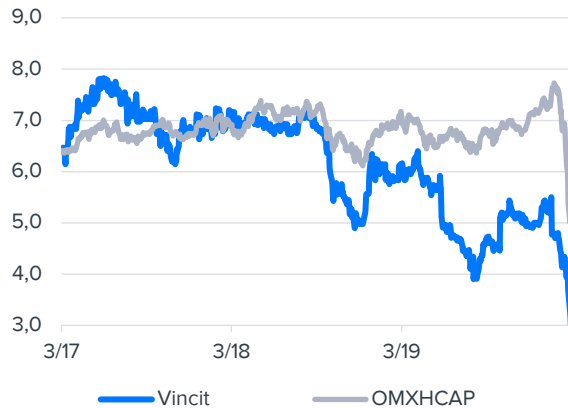
Avainluvut

	2019	2020e	2021e	2022e
Liikevaihto	48	49	52	55
kasvu-%	11 %	1 %	7 %	6 %
EBIT oik.	3,5	2,8	4,7	6,0
EBIT-% oik.	7,2 %	5,8 %	9,1 %	10,9 %
Nettotulos	1,0	0,4	1,9	2,9
EPS (oik.)	0,21	0,16	0,29	0,37

P/E (oik.)	23,3	18,7	10,4	8,2
P/B	2,8	1,9	1,8	1,7
Osinkotuotto-%	2,8 %	4,6 %	4,9 %	5,6 %
EV/EBIT (oik.)	17,2	12,7	7,3	5,3
EV/EBITDA	13,7	9,6	6,1	4,6
EV/Liikevaihto	1,2	0,7	0,7	0,6

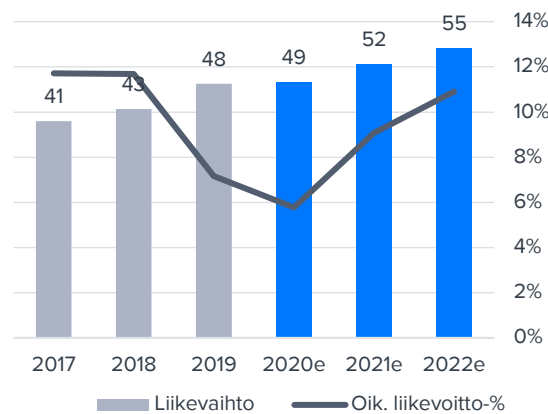
Lähde: Inderes

Osaakekurssi



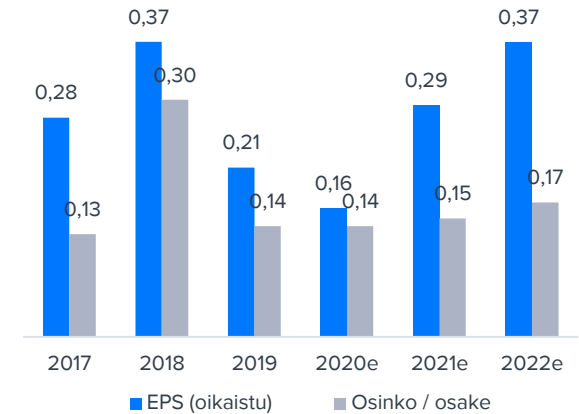
Lähde: Thomson Reuters

Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

Osaakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes



Arvoajurit

- Markkinalla vahvat kysyntäfundamentit
- Markkinaa nopeampi orgaaninen kasvu
- Onnistuminen skaalautuvissa tuoteliiketoiminnoissa ja ohjelmistoylläpidossa
- Vahva kasvu osoituksena kilpailueduista
- Kannattavuudessa hyvää potentiaalia parantaa
- Tuoteliiketoimintojen eteneminen kaupalliseen vaiheeseen



Riskitekijät

- Markkinatilanteen kääntyminen
- Henkilöstön ja vahvan kulttuurin säilyttäminen
- Työntekijöiden saatavuus, huomioiden kireä markkina ja tiukat rekrytointikriteerit
- Tuotekehitysten kaupallistamisen epäonnistuminen
- Yritysostojen epäonnistuminen
- Operatiivisen heilunnan jatkuminen
- Koronaviruksen vaikutukset voivat vaikuttaa ennustettua voimakkaammin asiakaskysyntään ja/tai toimituskykyyn



Arvostus

- Tuoteinvestoinnit vaikeuttavat arvonmäärittystä
- Odotettua heikomman kannattavuuden myötä osakkeen arvostus ollut paineessa
- Tuloskasvuun hyvät edellytykset liikevaihdon kasvun ja kannattavuusparannuksen kautta
- Arvostus on houkutteleva huomioiden tuotepanostukset

MCAP
37
MEUR

EV
36
MEUR

EV/EBIT
7,3
2021e

P/E (oik.)
10,4
2021e

Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	5-8
Sijoitusprofiili	9-11
IT-palvelumarkkinat	12-18
Kilpailu	19-22
Strategia	23-25
Historiallinen kehitys	26-27
Ennusteet	28-29
Arvonmääritys	30-37
Taulukot	38-40
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	41

Vincit lyhyesti

Vincit tuottaa ohjelmistokehitykseen ja -ylläpitoon liittyviä IT-palveluita yritysasiakkaille ja julkisen sektorin toimijoille. Lisäksi yhtiöllä on kaksi SaaS-tuoteliiketoimintaa, joiden kaupallistaminen on alkanut.

>30 % kasvu ja 20 %:n kannattavuus

Vincitin keskimääräinen kasvu ja liikevoitto-% vuosina 2011-2019

48 MEUR (+11 % ja orgaanisesti +7 % vs. 2018)

Liikevaihto 2019

12 % ja <5 %

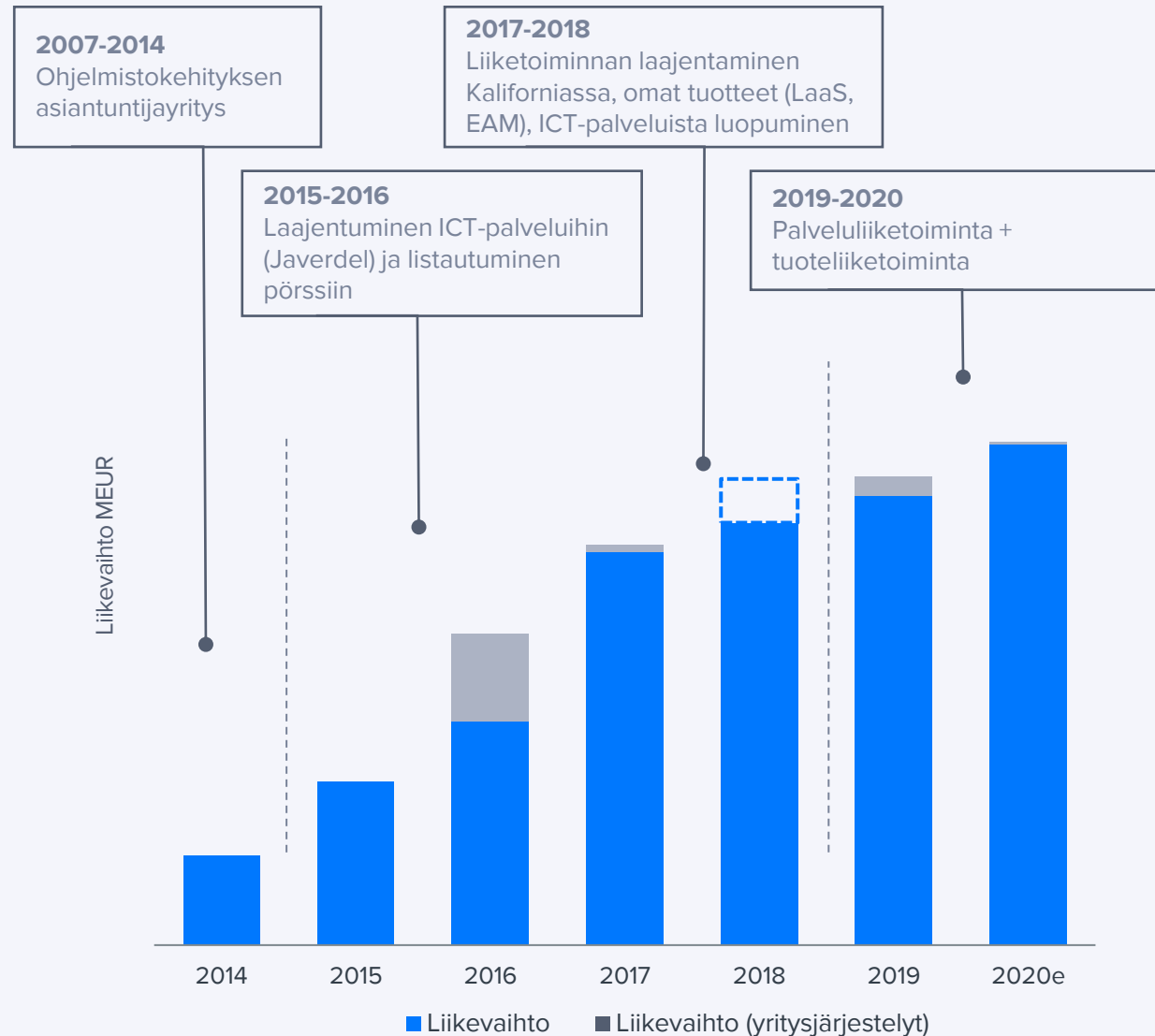
Kansainvälisen liiketoiminnan ja tuotteiden osuus liikevaihdosta

3,5 MEUR (7 % lv:sta)

EBIT (oik.) 2019

467 työntekijää 2019 lopussa

Toimistot: Tampere, Helsinki, Turku, Oulu, Kalifornia (31 työntekijää)



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 1/2

Yhtiökuvaus

Historia

Vincit on vuonna 2007 perustettu teknologiariippumaton IT-ohjelmistokehityksen suunnitteluun, tekniseen toteutukseen ja ylläpitoon erikoistunut yritys. Yhtiö listautui lokakuussa 2016 First North -markkinapaikalle. Listautumisen jälkeen ensimmäisen vuoden aikana Vincit vahvisti keihäänkärkeään ohjelmistokehitystoimintaansa kolmella strategisella yrityskaupalla ja investoi skaalautuviin tuoteliiketoimintoihin. Listautumisen myötä myös valtaosasta yhtiön työntekijöistä tuli osakkeenomistajia.

Viimeisen kahden vuoden aikana Vincit on muuttunut suhteellisen paljon. Yhtiö myi ICT-palveluliiketoiminnan, vahvisti ydinliiketoiminta-aluetta yritysostoilla ja kasvatti investointeja omiin tuotteisiin. Lisäksi yhtiön perustaja Mikko Kuitunen palasi toimitusjohtajaksi ja organisaatorakennetta ja strategiaa on uudistettu.

Vincitillä on vakuuttava historia kannattavasta kasvusta, vaikka viime vuosien kehitys tätä osin hautaa alleen. Vincitin palveluliiketoiminta on vuosina 2011-2019 kasvanut arviolta keskimäärin reilu 30 % ja orgaanisesti noin 30 % ja liikevoittomarginaali on ollut keskimäärin noin 20 %. Yhtiö on siten ollut selkeästi yksi sektorin menestyneimpiä yrityksiä tällä vuosikymmenellä.

Vincitin liikevaihto vuonna 2019 oli 48 MEUR. Yhtiöllä oli 2019 lopussa yhteensä noin 467 työntekijää ja yhtiön liiketoiminta perustuu vahvasti asiantuntijamyynntiin ja vain pienessä määrin tuotteisiin. Vincitin asiakkaat ovat pääosin

yksityisiä yrityksiä ja toimitukset ohjelmistokehityshankkeita sekä niitä seuraavaa ylläpitoliiketoimintaa.

Yhtiön asiakaskunta on yhtiön suhteellisen hajautettua. Vincit on perinteisesti toiminut yksityisellä sektorilla, mutta julkisen sektorin asiakaskunta on kasvanut muutamassa vuodessa lähes nollasta reiluun viidennekseen yhtiön liiketoiminnasta. Yhtiö tavoittelee strategisen IT-kumppanin asemaa vaativissa suurissa asiakkuuksissa, mutta palvelee myös monia pienempiä asiakkaita.

Päämarkkina Suomessa, kansainvälistyminen etenee

Vincitin päämarkkina on Suomen IT-palvelumarkkina, mutta yhtiö on myös aloittanut kansainvälistymisen avaamalla kolme toimipistettä Yhdysvaltoihin, joista viimeisin avattiin vuonna 2019. Suomessa yhtiöllä on toimipisteitä Tampereella, Helsingissä, Turussa ja Oulussa. Tampere on yhtiön suurin yksikkö. Helsingin toimipiste avattiin vuonna 2015, mutta se on kasvanut ripeästi. Oulun yksikkö tuli vuoden 2019 alussa yritysoston kautta.

Palo Alton toimipiste avattiin vuoden 2016 alkupuoliskolla. Lisäksi yhtiö on vahvistanut Yhdysvaltojen toimintaa muutamilla pienillä yritysostoilla. Yhdysvaltojen toiminto on kaksinkertaistunut kahden vuoden takaisesta ja se työllistää tällä hetkellä noin 30 henkilöä. Lisäksi yhtiöllä on asiakkaita Saksassa, Ruotsissa ja Sveitsissä, joita palvelee Suomesta. Kansainvälisten toimintojen osuus on jo yli 10 % yhtiön liikevaihdosta ja kasvaa arviota huomattavasti Suomen liiketoimintaa nopeammin.

Vincit panostaa toiminnassaan voimakkaasti yrityskulttuuriin ja henkilöstöön. Yhtiön tavoitteena on erottua kilpailussa pitämällä kiinni korkeasta osaamistasosta sekä rekrytoimalla alan parhaita ja kokeneimpia osaajia. Rekrytointiosaaminen kilpailutekijänä on edelleen markkinalla korostuneessa roolissa johtuen vahvasta kysynnästä ja osaajapulasta.

Liiketoimintamalli

Palveluliiketoiminta

Vincitin ytimen eli palveluliiketoiminnan juuret ovat vahvassa teknisessä osaamisessa ohjelmistokehityspalveluissa, mikä erottaa yhtiötä kilpailussa. IT-markkinan nopean muutoksen myötä yhtiö on muokannut viime vuosina tarjootaan kattamaan laajempia palvelualueita sekä digipalveluiden elinkaarta. Vincitin vahvuuksia ja erityisosaamisalueita ohjelmistokehityspalveluissa ovat palvelumuotoilu, verkkopalvelut ja tietojärjestelmät, mobiilisovellukset, sähköiset palvelut ja tietojärjestelmät, sulautetut järjestelmät sekä teollinen internet. Nykyisiä kasvu- ja panostusalueita ovat liikkeenjohdon konsultointi, dataohjattu liiketoiminta sekä erityisesti ohjelmistoylläpito- ja 24h tukipalvelut. Kilpailussa yhtiö pyrkii yhdistämään pienen toimijan ketteryyttä koko elinkaaren kattavaan palvelutarjoomaan. Lisäksi yhtiö erottuu yrityskulttuurillaan rekrytointikilpailussa. Käsitksemme mukaan markkinat yhtiön osaamisalueille kasvavat tällä hetkellä edelleen vahvasti ja kilpailu painottuu edelleen osaajien rekrytointiin.

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 2/2

Vincit on viimeisen kahden vuoden aikana uudistanut palveluliiketoiminnan organisaatorakennetta ja muuttanut sitä solupohjaiseen muotoon, kun se aiemmin toimi yhtenä kokonaisuutena. Uuden organisaatorakenteen pitäisi kantaa noin 100 uutta laskuttavaa työntekijää ilman, että yhtiön tarvitsee kasvattaa hallinnollisia rakenteita. Palveluliiketoiminta työllistää tällä hetkellä arviomme mukaan noin 410 työntekijää tai vajaa 90 % henkilöstöstä.

Vincitin ohjelmistokehityspalveluiden asiakkaina pääasiassa suuret yhtiöt ja julkishallinto. Sopimusten koot vaihtelevat pienistä lyhyistä projekteista useilla vuosilla ulottuviin yli miljoonaan euron sopimuksiin, joita toimitetaan pääasiassa tuntipohjaisella hinnoittelulla. Yksi yhtiötä erottava tekijä projektitoimituksissa on ollut myös 100 % tyytyväisyystakuu. Yhtiön kasvaessa myös keskimääräinen asiakaskoko on kasvanut trendinomaisesti. Kun hankkeet ulottuvat syvälle asiakkaan liiketoimintakriittisiin järjestelmiin, tulee asiakkuuksista luonteeltaan jatkuvampia ja IT-toimittajan kyvykkyys ylläpitoon ja jatkuvaan palvelutuotantoon korostuu. Strategisesti yhtiö on muokannut palveluliiketoimintaa viime vuosina projektitoimittajan roolista kohti strategisen ja liiketoimintakriittisen kumppanin roolia asiakkaissa.

Tuoteliiiketoiminta

Vincit on viime vuosina alkanut ydinliiketoiminnan rinnalla panostamaan myös omiin tuotelähtöihin. Vincitin tuotteiden parissa on tällä hetkellä töissä reilut 40 omaa henkilöä ja lisäksi yhtiö käyttää

alihankintaa. Yhtiön päätuotteet ovat EAM- ja LaaS, jotka ovat SaaS-pohjaisia ohjelmistoliiketoimintoja. Tuotteiden liikevaihtovaikutus on kuitenkin käsityksemme mukaan vielä pientä ja kehitysmenot liikevaihtoa suurempia.

Vincit EAM -tuote (Enterprise asset management) on modulaarinen toiminnanohjausratkaisu. Tuotetta myydään tällä hetkellä Suomessa ja se sopii lähes kaikille teollisuudenaloille, joissa on jatkuvia huoltotarpeita. Tuote soveltuu myös kansainväliseen käyttöön. Järjestelmän asiakkuudet ovat jopa yli 10 vuoden pituisia, sillä kyseessä on asiakkaalle kriittinen järjestelmä, jonka vaihtamisen kynnys on korkea. EAM on osoittanut sille löytyvän markkinaa tuotteen saamien ensimmäisten merkittävien pitkäaikaisten tilausten myötä. Esimerkiksi Atrian kanssa tiedotetun sopimuksen kesto oli 10 vuotta ja arvo 1,2 miljoonaa euroa. Vincitillä on potentiaalia kasvattaa asiakkuutta merkittävästi suuremmaksi, mikäli Atria laajentaa ohjelmiston käyttöä kaikkiin tuotantolaitoksiinsa.

EAMin liiketoimintamalli perustuu käyttöönottoprojekteihin, mitä seuraa jatkuva SaaS-laskutus. Yhtiö odottaa VincitEAMin kääntyvän kuluvan vuoden aikana voitolliseksi uusien kauppoiden ja toiminnan fokuksitumisen myötä. Arvioimme mukaan liikevaihto painottuu vielä ylösajovaiheessa enemmän käyttöönottoprojekteihin kuin SaaS-laskutukseen. Ylösajovaihe on hidas pitkistä myyntisykleistä ja käyttöönottoprojekteista johtuen, mutta vastaavasti asiakaspysyvyys vahvaa.

LaaS-tuote (Leadesrship as a service) on

henkilöstön johtamispalveluiden alusta. Tuote on alun perin Vincitin itse kehittämä sisäinen työkalu, mutta kysynnän myötä sitä alettiin kehittää myös muiden organisaatioiden käyttöön. LaaS-tuotetta myydään tällä hetkellä käyttäjämääriin pohjautuvalla kuukausilaskutuksella. Q3:n yhteydessä yhtiö kertoi yhtiöittävänsä LaaS-liiketoiminnan ja etsivänsä sille ulkoista rahoitusta. Arvioimme yhtiön etsivän kumppania auttamaan LaaS-liiketoiminnan myynnin kiihdytyksessä. Myös LaaS on osoittanut sille löytyvän markkinoita ja tuotteella on yli 50 käyttäjäorganisaatiota, mutta käsityksemme mukaan liiketoimintana on vielä selvästi kassavirtaneegatiivinen.

Vincit on kertonut tutkivansa uudenlaisten rahoitusmallien käyttöä VincitEAM ja Vincit LaaS -liiketoimintojen edelleen kehittämiseksi. Tuotteiden divestoinnit ovat arviomme mukaan pitkällä aikavälillä myös vaihtoehto, mutta tuotteiden nykyiset kehitysvaiheet eivät välttämättä ole optimaalisia irtautumisen kannalta. Vincit kirjaa kakki tuotekehityskulut suoraan kuluina tulokseensa, mikä on rasittanut yhtiön kannattavuutta viime vuosina.

Vincit divestoi lokakuussa VincitSIGN-tuotteensa Telia Finlandille. VincitSIGN oli Vincitin mukaan siinä vaiheessa elinkaartaan, että se tarvitsi tuekseen laajan myynti- ja markkinointiorganisaation, minkä takia divestointi oli ajankohtainen. Kyseessä oli pieni transaktio, joka selkiytti Vincitin tuoteliiiketoimintojen rakennetta.

Kumppanit



Teknologiatoimittajat
ja -yhteisöt



Alihankkijat,
resurssivuokraajat ja
tuotejälleenmyyjät

Toiminnot

Rekrytointi



Myynti



Digitaaliset IT-
palvelut (projektit)



Ohjelmistoylläpito



Ohjelmistoratkaisujen
tuotekehitys



Ydinosaamisalueita

Palvelu- ja
liiketoimintamuotoilu



UI & UX suunnittelu



Ohjelmistokehitys



Jatkuvat palvelut



Tuoteratkaisut

EAM



LaaS



Liiketoimintaidea

Koko elinkaaren kattavat
ohjelmistokehityspalvelut sekä kaksi
kasvuvaiheessa olevaa
tuoteliiketoimintaa.

VINCIT

- Teknologia riippumaton tehokas tekninen toteutus
- Asiakkaille 100 %:n tyytyväisyystakuu
- Itseohjautuva organisaatorakenne
- Vahva työnantajamielikuva ja henkilöstöomistus

Näkymät & tavoitteet

- Hyvät kasvunäkymät IT-markkinan kasvusegmenteissä
- Vertailukelpoinen liikevaihto ja oikaistu liikevoitto kasvaa vuoteen 2019 verrattuna.
- Tavoite maksaa vähintään 30 % tuloksesta osinkoina

Kilpailu



Asiakassegmentit



Kustannusrakenne

467 hlö (2019)
44 m€ (2019)



Henkilöstökulut
(76 % kustannuksista)



Ulkopuoliset palvelut
(5 %)



Liiketoiminnan muut kulut
(20 %)

Kansainvälinen liiketoiminta
& Suomen liiketoiminta



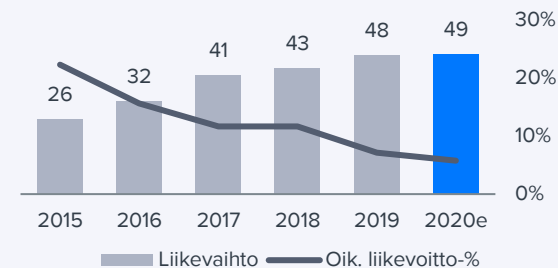
>10%



<90%

Tulovirrat

Liikevaihto 48 m€
EBIT 1,9 m€ (2019)



Sijoitusprofiili

Sijoitusprofiili

Murrosvaiheen jälkeen takaisin raiteille

Vincit on elänyt lähestulkoon listautumisestaan asti murrosvaihetta ilman selkeää strategista fokusta, minkä takia osakkeen tuotto on jäänyt vaatimattomaksi erittäin suotuisasta markkinasta huolimatta. Yhtiö on isossa kuvassa palaamassa juurilleen ja paketti on selkiytymässä, mutta koronapandemia hidastaa ja sumentaa kehitystä.

Yli koronan katsottuna Vincitin sijoitusprofiili on muuttumassa tulevina vuosina selvemmäksi ja houkuttelevammaksi, kun yhtiön palveluliiketoiminnan vahvuus nousee jälleen paremmin esiin ja tuoteliiketoimintojen arvonluontipotentiaali alkaa hahmottua. Listautumisen aikaan yhtiön palveluliiketoiminta ylsi jopa 20 %:n käyttökatetasoille. Tänä päivänä IT-palvelumarkkinan markkinatilanne on normalisoitunut sen verran, että näille tasoille palaaminen on vaikeaa, mutta Vincitin palveluliiketoiminta lukeutuu silti sektorin parhaimmistoon. Yksittäiset osa-alueet, kuten Kalifornian liiketoiminta voi yltää yli 20 %:n käyttökatetasolle, mutta liiketoimintaa tuetaan myös Suomesta käsin. Lisäksi yhtiö on investoinut viime vuosina merkittävästi palveluliiketoiminnan tarjoaman laajentamiseen ja vahvistamiseen, jotta se vastaisi paremmin IT-markkinan trendeihin. Tuoteliiketoiminnoissa arvonluontia ajaa kasvu tuotteiden edetessä kaupalliseen vaiheeseen.

Vincitin osakkeen arvostusta on painanut heikko tuloskehitys, joka on johtunut tuoteliiketoimintojen investoinneista, palveluliiketoiminnan murroksesta

sekä yhtiön rakennejärjestelyistä. Osakkeelle lisää painetta on antanut yhtiön toiminnasta ulkopuolelle jääneen suuren omistajan. Vincitin arvostus on siis painunut usean tekijän summana, minkä takia nykyinen tilanne on kiinnostava taitekohta sijoittajan näkökulmasta, koronan yli katsottuna.

Markkinoilla vahvat pitkän aikavälin kasvuajurit

Muiden IT-konsulttien tavoin Vincit tarjoaa sijoittajalle mahdollisuuden sijoittaa digitalisaatiotrendiin palveluyhtiön rajatummalla riskitasolla. Markkinan pitkän aikavälin kysyntäfundamentit ovat mielestämme erittäin hyvät ja Vincit todennäköisesti toimii voimakkaasti kasvavalla markkinalla myös seuraavat 10 vuotta. Melko nuorena yhtiönä Vincitillä ei myöskään ole rasitteenaan hiipuvien palvelualueiden tai vanhojen teknologioiden liiketoimintaa. Vastaavasti heikkoutena yhtiöllä on rajallisesti jatkuvaa ylläpitoliiketoimintaa.

Tuoteliiketoiminnat optioina osakkeessa

Arviomme mukaan Vincitin arvon kannalta viimeaikojen vaikeain hahmotettava asia on ollut tuoteliiketoiminnat, jotka ovat painaneet yhtiön kannattavuutta arviomme mukaan usealla prosenttiyksiköllä. Kannattavuusrasitus alkaa kuitenkin hälvetä, kun tuotteista suurempi (EAM) nousee kassavirtaneutraaliksi. Tuoteliiketoimintojen kannattavuusrasitus painaa vielä voimakkaasti vuoden 2020 lukuja ja arviomme mukaan hieman vuoden 2021 lukuja.

Ymmärryksemme mukaan yhtiö näkee tuotteissaan vielä merkittävää kehityspotentiaalia eikä niiden nykyiset kehitysvaiheet ole optimaalisia

irtautumiselle, vaikka irtautuminen parantaisi välittömästi Vincitin kannattavuutta. Pidemmällä aikavälillä odotamme yhtiön irtautuvan asteittain tai kokonaan tuoteliiketoiminnoista, mikä selkiyttäisi Vincitin rakennetta sekä voisi tuoda esiin tuoteliiketoimintojen arvon.

Vincitin rooli IT-markkinan konsolidaatiossa

Digipalveluiden kehityksen markkinan siirtyessä kypsempään vaiheeseen ja IT-markkinan eri osa-alueiden yhdentyessä on myös laajempaa konsolidaatiota tapahtunut. Suomen ja Pohjoismaisen IT-markkinan konsolidaatio käy yhä aktiivisena niin pienien, keski suurten kun myös suurten toimijoiden osalta. Suomen markkina kiinnostaa myös kansainvälisiä teollisia ostajia sekä pääomasijoittajia. Vincitin seuraavan 10 vuoden arvonluonnin kannalta olennaista on myös yhtiön rooli sektorin laajemmassa konsolidaatiossa. Vincit on kulttuuriltaan hieman poikkeuksellinen yritys, minkä takia yhtiön sovittaminen yhteen sektorin suuremman toimijan kanssa voisi olla haastavaa.

Riskiprofiili

Vincitin osakkeen riskiprofiili on tällä hetkellä koholla viime vuoden ailahtelevan tuloskehityksen sekä erityisesti koronapandemian myötä. Yhtiön riskit liittyvät myös murrosvaiheen pitkittymiseen, kansainvälistymiseen, yrityskauppoihin, tuoteliiketoimintojen kaupallistamiseen ja osaajien saatavuuteen. Yhtiö riskiprofiili on kuitenkin muuttunut hieman paremmaksi strategian ja tuoteliiketoimintojen asteittaisen selkiytymisen näkökulmasta.

Sijoitusprofiili

1.

Kasvavat markkinat ja asemoituminen markkinan vahvimille kasvualueille

2.

Markkinalla vahvat pitkän ajan kasvufundamentit

3.

Suurimmat rakennejärjestelyt takana ja strategia selkiytyy

4.

Kaksi lupaavaa alkuvaiheen tuoteliiketoimintaa

5.

Vahva tase ja kapasiteetti investointeihin

Potentiaali



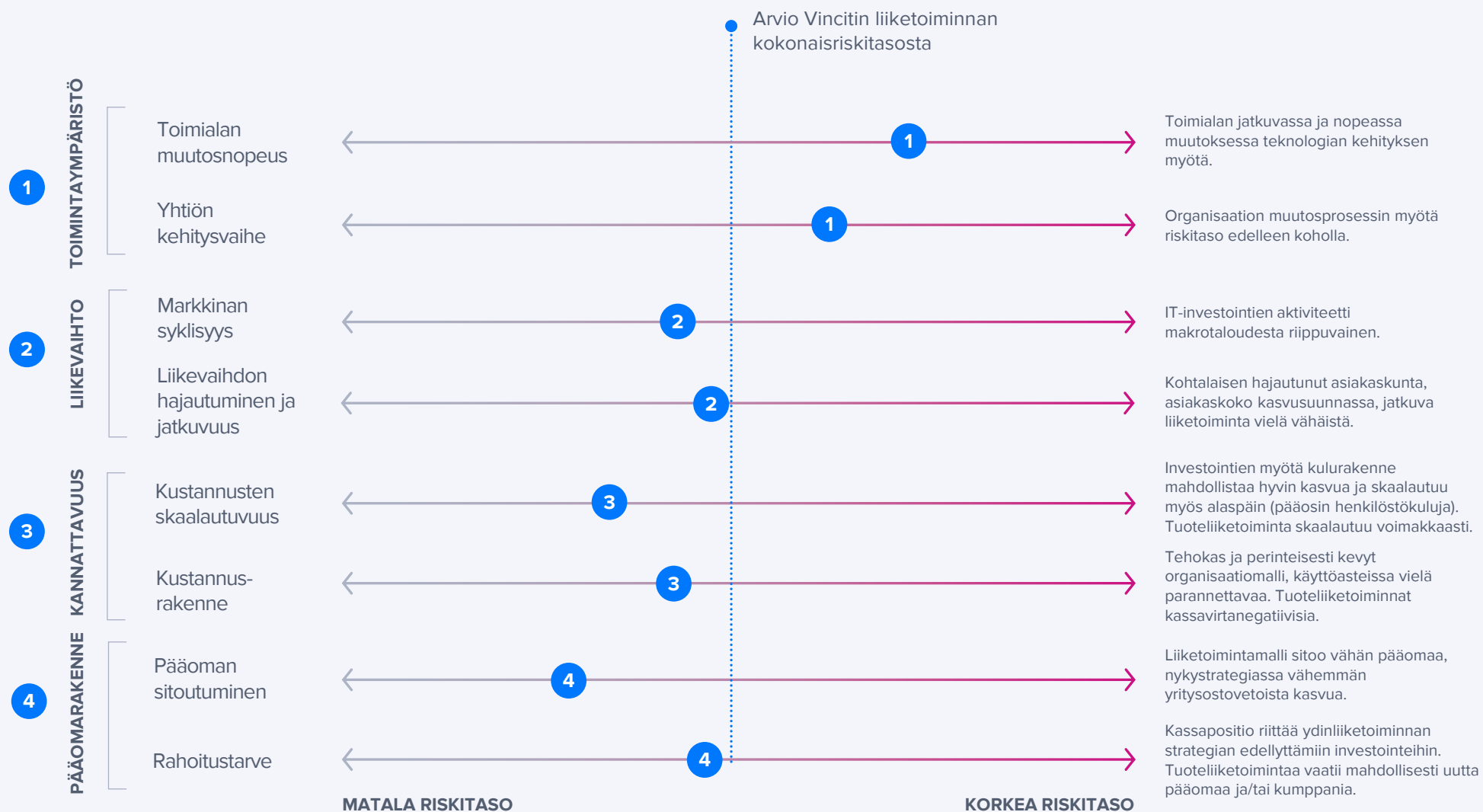
- Organisaatiota pystytään skaalata huomattavasti ilman tukitoimintojen lisääystä
- Suomen IT-markkinassa Vincitillä potentiaalia kasvaa selvästi markkinaa nopeammin
- Tuoteliiketoiminnoissa potentiaalia nopeaan arvonluontiin kaupallistamisen edetessä
- Vincitin rooli IT-markkinan konsolidaatiossa voi tarjota omistajille tuottomahdollisuuksia

Riskit



- Murrosvaiheen pitkittyminen
- Kuumentunut IT-markkina vaikeuttaa rekrytointia
- Kansainvälistymisen ja yrityskauppojen onnistuminen
- Asiakasriippuvuus ja toimitusten projektiriskit
- Tuoteliiketoimintojen kaupallistamisen epäonnistuminen
- Koronapandemian pitkittyminen

Liiketoimintamallin riskiprofiili



IT-palvelumarkkinat 1/5

Markkinan koko ja määritelmä

Markkinan koko ja määritelmä

Suomen ICT-kokonaismarkkina on Gartnerin arvion mukaan hieman yli 7 miljardia euroa (sisältäen laitemyynnin), mistä IT-palvelumarkkinan koko on noin puolet. Markkina kasvoi viime vuonna 3,9 % Gartnerin arvion mukaan. Pohjoismaiden (Ruotsi, Norja, Suomi, Tanska) IT-palvelumarkkinan koko on noin 14 miljardia euroa (IDC).

IT-palvelumarkkinan perinteiseen määritelmään kuuluvia osa-alueita ovat esimerkiksi IT-konsultointi, ohjelmistokehityspalvelut, integrointi- ja käyttöönottopalvelut, ulkoistuspalvelut, ohjelmistojen ylläpito- ja tuki sekä IT-infrastruktuuripalvelut. IT-palvelumarkkinan ja sen euromääräisen koon määritelmä on kuitenkin hämärtymässä, kun IT:n rooli on nousemassa digitalisaation myötä konehuoneesta liiketoiminnan ytimeen eri toimialoilla. Siten IT-palveluyhtiöiden toimintakenttä risteää yhä vahvemmin uusien rinnakkaismarkkinoiden kanssa, joita ei ole perinteisesti katsottu kuuluvan IT-markkinoihin (sivu 17). Näitä ovat esimerkiksi strategiakonsultointi, design ja palvelumuotoilu.

Markkinan kasvunäkymät

Yhteiskunnan digitalisoituminen edellyttää toteutukseen valtavan määrän käsipareja rakentamaan, integroimaan ja ylläpitämään uusia sovelluksia, minkä takia IT-konsulttiyhtiöiden pitkän aikavälin kysyntäfundamentit ovat erinomaisia. Tämän ansiosta IT-palveluyhtiöt tarjoavat sijoittajalle hyvän mahdollisuuden sijoittaa digitalisaatiotrendiin palveluliiketoiminnan rajatummalla riskillä.

Suomen IT-markkinan kasvuennuste vuosille 2020 ja 2021 on noin 4 % (Gartner). Markkinan voidaan odottaa kasvavan selvästi yleistä taloutta nopeammin, joskin makrotalouden tilanne voi vaikuttaa herkästi IT-investointien aktiviteettiin tietyillä palvelualueilla.

Etenkin kokeiluluontoisempia uusien digipalveluiden kehitysinvestointeja saatetaan jarruttaa nopeasti, mistä viimeaikaisia esimerkkejä ovat olleet markkinan suurten ostajien Nordean ja OP:n säästöjen vaikutukset markkinaan. Liiketoimintakriittisissä sovelluksissa taantumakestävyys on vahvempaa.

IT-markkina Suomessa on ollut erittäin hyvässä vedossa nyt 4 vuoden ajan ja suotuisa markkina on tarjonnut monille sektorin toimijoille voimakkaan kasvun ja erinomaisen kannattavuuden (sivu 23). Olemme tarkastelleet myös IT-palveluyhtiöiden markkinaodotuksia sivulla 38 kuvastaen suuria eroja yhtiöiden kasvu ja kannattavuusprofileissa. Edellisestä heikosta jaksosta ei kuitenkaan ole pitkää aikaa. Vuodet 2010-2015 markkina käytännössä polki paikallaan Suomen taloustilanteen takia. Markkinassa nähtiin vuoden 2016 aikana selkeä pirstuminen, joka on sen jälkeen kiihtynyt. Taustalla on ollut Suomen talouden pirstuminen sekä asiakasorganisaatioiden herääminen digitalisaatioon. IT-yhtiöiden asiakkaat ovat nyt siirtymässä kiihtyvällä tahdilla puheista tekoihin digitalisaatioissa, kun organisaatioissa on alettu ymmärtää mitä digitalisaatio tarkoittaa omalle liiketoiminnalle ja mitä investointeja se edellyttää. Teknologian aiheuttama toimintaympäristöjen muutos on myös tuonut kiireellisuuden tunnetta antamaan vauhtia investoinneille. Tämä on markkinan kasvua ajava trendi, joka todennäköisesti jatkuu vahvana lähivuosina teknologian nopean kehityksen myötä.

Vincit on ollut vahvassa organaisessa kasvussa läpi 2010-luvun. Markkinakasvua huomattavasti nopeamman kasvun taustalla on ollut Vincitin asemoituminen IT-markkinan kasvaville alueille. Myös yhtiön menestys osajakilpailussa on ajanut Vincitin markkinaa nopeampaa kasvua.

IT-investointien muuttuva luonne jakaa markkinaa

Jatkuvasti voimistuva digitalisaatiomurros käynnisti IT-markkinalla 2010-luvulla uuden aikakauden, joka on

jakanut markkinaa uusiksi ja synnyttänyt Suomeen lukuisia uusia toimijoita ja menestystarinoita.

Ennen digitalisaatiomurroksen käynnistymistä asiakasorganisaatioiden kysyntä IT-markkinalla painottui hyvin vahvasti konehuoneen puolelle liiketoiminnan ja prosessien tehokkuutta parantaviin sekä kustannussäästöjä tuoviin IT-ratkaisuihin. Luonnollisesti IT-palveluyritysten palvelutarjoama painottui ja rakentui tällä aikakaudella näiden ratkaisujen ympärille.

Digitalisaatiomurroksen ja talouden pirstymisen myötä IT:n ostaminen on kuitenkin muuttunut, mikä on edellyttänyt IT-yhtiöiltä kykyä sopeuttaa tarjontaa. Markkinalla on käynnissä voimistuva siirtymä kohti IT-investointeja, joilla luodaan uutta liiketoimintaa ja erottumistekijöitä, kun pelkän kustannustehokkuuden tavoittelu ei enää riitä kilpailussa. IT:n ostaja on tällöin usein liiketoiminta tai tuotekehitys eikä tietohallinto ja tukitoiminnot. Kysytyt osaamisalueet liittyvät kasvavassa määrin uusiin digitaalisiin palveluihin ja vähemmän taustajärjestelmiin. Digitalisaation strategisen roolin takia IT:stä on myös tullut ylimmän johdon asia, mikä on merkittävä muutos verrattuna perinteiseen tietohallintoa palvelemaan maailmaan.

Markkinan murros on luonut voimakkaan kasvumahdollisuuden monille uudelle aikakaudelle syntyneille toimijoille (kuten Futurice, Solita, Reaktor, Gofore ja Vincit), jotka ovat profiloituneet tarjoomaltaan uusien digipalveluiden kehittäjiksi. Uusia merkittävän kokoluokan saavuttaneita ja kasvavia, muutama vuosi sitten vielä täysin tuntemattomia nimiä nousee edelleen markkinalle kiihtyvällä tahdilla. Samalla perinteiset toimijat ovat olleet hitaita mukauttamaan tarjontaansa ja kulttuuriaan vastaamaan paremmin markkinan muuttuvaa ostokäyttäytymistä ja palvelualueiden kysyntää. Käytännössä kaikki toimijat ovat reagoineet muutoksen hankkimalla uusia osaamisalueita usein reaktiivisesti yritysostoin, mikä on kiihdyttänyt samalla markkinan konsolidaatiota.

IT-palvelumarkkinat 2/5

IT-palvelumarkkinan muutosta 2010-luvulla voidaan havainnollistaa yksinkertaistettuna jakamalla markkina kasvaviin uusiin digitaalisiin palveluihin sekä perinteiseen tietojärjestelmäkehitykseen. Markkinan voidaan arvioida viisi vuotta sitten jakautuneen noin 20/80 % jaolla uusien digitaalisten palveluiden ja perinteisemmän tietojärjestelmäkehityksen välille. Useamman käsityksen mukaan suhdeluku muuttuu modernin arkkitehtuurin myötä ja vastaava jako kääntyy lähivuosina 50/50 % tasolle (sivu 18). Tämä on kuvastanut markkinan historiallista kehitystä, jossa digipalvelut ovat olleet usein yksittäisiä irrallisia pisteratkaisuja. Markkinan kahtiajakaminen muuttuu tulevaisuudessa epärelevantiksi, sillä uusia digitaalisia palveluita ei voida käsitellä liiketoiminnan ydinjärjestelmistä erillisenä. Selkeänä trendinä markkinalla onkin nyt nähtävissä IT-ostamisen vakavoituminen, kun asiakasorganisaatioissa on havaittu, että oikotietä digitalisaatioon ei pystytä hankkimaan ostamalla digisovelluksia tietohallinto ohittaen. Organisaatioiden vakiintuneet tietojärjestelmät eivät katoa, vaan niitä on modernisoitava toimimaan alustoina uusille digipalveluille. IT-investoinnit kohdistuvat uusiin toiminnallisuuksiin, joita rakennetaan rajapintaratkaisulla olemassa olevien järjestelmien päälle.

Ei ole sattumaa, että viime vuosina IT-generalistien tehdessä mittavia irtisanomisia 2010-luvulla samaan aikaan monet pienet, liiketoimintalähtöiset IT-talot ovat pystyneet huimaan kasvuun. Kahtiajako ”perinteisen IT:n” ja ”nousevan IT:n” välillä on ollut mielestämme yksi keskeisiä syitä, minkä takia Suomenkin markkinasta löytyy esimerkiksi Siilin, Vincitin, Solitan, Goforen, Reaktorin ja Futuricen kaltaisia menestystarinoita. Toisaalta perinteisen IT-kehityksen hiipuminen ja sen automatisoituminen selittävät osittain Tiedon ja CGI:n kaltaisten toimijoiden vaatimatonta kasvua ja mittavia irtisanomisia Suomessa. Toinen syy pienten ketterien toimijoiden menestykselle on ollut arviomme mukaan niiden

organisaatio- ja johtamismallien innovaatio. Näitä toimijoita yhdistää tyypillisesti kevyt itseohjautuviin tiimiehin perustuva organisaatiomalli, mikä on tuonut niille tehokkuutta, muutosnopeutta ja ketteryyttä sekä kilpailuetua osaajakilpailussa.

IT-palvelumarkkina on käynyt kuvatus murroksen myötä läpi merkittävän muutoksen viimeisen 10 vuoden aikana. Seuraavan kymmenen vuoden aikana markkinan muutosnopeus kiihtyy entisestään ja teknologian kompleksisuuden sekä nopean kehityksen takia markkinamuutosten ennustamisesta tulee yhtiöille entistä vaikeampaa. Siten mielestämme sektorin yhtiöiden reagointi- ja muutосkyky kilpailuetuna korostuu.

Markkinan sisäinen jakautuminen ja kehityssuunta

Olemme jakaneet IT-palvelumarkkinan kolmeen eri osioon (sivu 17) seuraavasti:

- 1. Uusien digitaalisten palveluiden markkina**, joka käsittää uusien digitaalisten palveluiden kehityksen (räättälöity ohjelmistokehitys). Tämä on ollut markkinan voimakkaimmin kasvava (arvioimme >20 %) osa-alue, joka on käytännössä syntynyt vasta viimeisen reilun 5 vuoden aikana. Nimekkäitä toimijoita markkinalla ovat muun muassa Reaktor, Futurice, Nitor, Bitfactor ja Vincit, minkä lisäksi suuret IT-generalistit ovat lähteneet panostamaan tälle alueelle myöhässä. Tälle markkinalle ominaista on matala alalle tulon kynnys.
- 2. IT-taustajärjestelmien ja yritysohjelmistojen markkina**, joka käsittää laajasti ERP:n ja siihen liitännäiset järjestelmät kattaen pääasiassa valmisohjelmistojen toimituksen, räättälöinnin, integraation ja ylläpidon. Tällä markkinalla Suomessa tunnettuja toimijoita ovat esimerkiksi Innofactor, Solteq, Digia, Sofigate, eCraft, Bilot sekä erityisesti IT-generalistit (kuten TietoEvry ja CGI). Tällä alueella markkinan kasvu on ollut hidasta ja ominaista korkea alalle tulon kynnys.

- 3. IT-alustojen markkina**, joka kattaa pääasiassa infrastruktuuripalvelut (paikallinen, hybridi ja pilvi) sekä ICT-ulkoistuksen. Tämä markkina on ollut lähinnä generalistien (kuten TietoEvry, Fujitsu) vahvuus ja alalle tulon kynnys korkea, koska markkina on edellyttänyt skaalaetuja ja investointeja. Pilvimurroksen myötä markkinalla on kuitenkin käynnissä voimakas uusjako, mikä on syntynyt uusia nopeasti kasvavia toimijoita (kuten Nordcloud) ja apajilla ovat myös monet keskusueet IT-konsultit (kuten Gofore, Siili ja Enfo). Tällä markkinalla on nopeasti hiipuvia (paikallinen infra) ja rajusti kasvavia alueita (pilvialustat).

Näiden kolmen markkinan läpi leikkaavia palvelualueita ovat muun muassa data ja analytiikka, integraatio, kyberturva sekä ohjelmistorobotiikka.

Viime vuosina näkyvin trendi markkinalla on ollut IT-talojen pyrkimys päästä kiinni asiakkuuksiin jo digitalisaatiohankkeiden suunnitteluvaiheessa (digikonsultointi, palvelumuotoilu ja design), sillä yhden suunnittelutyötunnin myynti on tarkoittanut moninkertaista määrää ohjelmistokehitystuntien myyntiä. Tämä on näkynyt markkinalla lukuisina yrityskauppoina ja käytännössä kaikki suuremmat palvelumuotoilu- ja designtoimistot on viime vuosina imuroitu pois Suomen markkinalta. Lisäksi monet IT-konsultit pyrkivät laajentumaan strategiatason konsultointiin, joskin pääosin heikolla menestyksellä. Strategiakonsultoinnin haasteena IT-yhtiöille on intressiristiriita IT-hankkeiden toimituksen kanssa.

Selkein uusi suuntaus sektorin toimijoilla on elinkaariajattelu, sillä monet uudet toimijat pyrkivät nyt rakentamaan myös kyvykkyyden tarjota ohjelmistoylläpitoa. Näemmekin Suomen IT-palvelumarkkinan kehittyvän nyt yhä voimakkaammin suuntaan, jossa perinteisten ja uusien toimijoiden tiedot risteämässä ja raja ”uuden” ja ”perinteisen” IT:n välillä hämärtyy.

IT-palvelumarkkinat 3/5

Taustalla on molempien toimijoiden pyrkimys rakentaa laajempien kokonaisratkaisujen toimituskyvykkyys läpi asiakkaan elinkaaren, kun asiakasorganisaatiot siirtyvät uusien digipalveluiden kokeilusta ja suunnittelusta vaiheeseen, jossa uudet ratkaisut pitää integroida laajamittaisesti koko yrityksen prosesseihin sekä järjestelmiin. Pienten ohjelmistokehittäjätalojen osaaminen ja tarjonta ei tällöin yksinään ulotu riittävän syvälle asiakkaan IT-järjestelmiin ja prosesseihin. Tämä kehitys voi myös kiihdyttää markkinan konsolidaatiota.

Ylläpito- ja taustajärjestelmäosaaminen tekee paluuta

IT-markkinan kovin kysyntä on jo vuosia ollut uusien digitaalisten palveluiden kehittämisessä sekä luonteeltaan vielä melko kokeilevassa ohjelmistokehityksessä. Näkemyksemme mukaan markkinalla ollaan kuitenkin siirtymässä vaiheeseen, jossa uusia digitaalisia palveluita ja niihin liittyvää dataa tulee pystyä integroimaan yhä tiiviimmin asiakkaan taustajärjestelmiin, jotta uusista ratkaisuksista saadaan täysi liiketoiminnallinen hyöty irti. Taustajärjestelmissä asiakkailta on samalla kasvava tarve modernisoida järjestelmiä, koska vanha toiminnanohjausjärjestelmä saattaa toimia jarruna digitalisaatoratkaisujen kehitykselle. Siten pitkään hitaasta kasvusta kärsineen toiminnanohjausjärjestelmien markkinan luonne muuttuu ja markkinalla on piristymistä. Myös integraatio- ja dataosaamisen merkitys korostuu.

Vincit vahvisti vuoden 2017 lopulla ylläpito-osaamista yritysosastolla. Vincitin ohjelmistoylläpito ja 24h asiakastuki ovat siten nousseet yhdeksi kilpailueduksi yhtiölle. Läheiset kilpailijat ovat indikoineet laajentua ylläpitoon, mutta tämä on ollut perinteisesti projektiorganisaatioille haastava kyvykkyys rakentaa.

Osaajien saatavuus rajoittaa markkinan kasvua

IT-markkinan suotuisasta kysyntätilanteesta johtuen viimeisten vuosien aikana markkinan kilpailu on kääntynyt yhä voimakkaammin asiakkaista osaajiin

erityisesti ohjelmistokehityksessä. Sektorin yhtiöiden kanssa käymiemme keskustelujen perusteella monien kasvua olennaisesti rajoittaa osaajien saatavuus. Kesän 2019 rekrytointidatan perustella listattujen suomalaisten IT-palveluyhtiöiden seuraavan 12 kuukauden orgaaninen kasvu on jäämässä alle 10 %:iin, sillä nykyinen rekrytointitahti ei riitä tätä kovempaan kasvuun.

Raju osaajakilpailu on viimeisen 5 vuoden aikana korostanut kulttuuria ja rekrytointiosaamista yritysten kilpailutekijänä. Voittajia tässä trendissä ovat viime vuosina olleet selkeästi pienet ja ketterät toimijat, jotka usein erottuvat kulttuurilla ja organisaatiomallilla. Näitä toimijoita ovat olleet esimerkiksi Vincit, Reaktor, Futurice, Solita ja Gofore. Monet toimijat ovat laajentaneet toimintaansa myös uusiin kaupunkeihin päästäkseen kiinni uusiin rekrytointimarkkinoihin ja alueellinen strategia on ollut myös tärkeä kilpailutekijä.

IT-yhtiöiden asiakkaat ovat myös havainneet, että digitalisaatio on jatkuva prosessi, jota ei voi hankkia vain projektina IT-toimittajalta. Tämän takia myös teollisuus on aktivoitunut kilpailemaan yhä enemmän samoista osaajista, mikä on kiristänyt osaajakilpailua.

IT-palvelumarkkinan osaajatarjonta on ollut 2010-luvulla verrattain hyvää, kun suuret generalistit (kuten TietoEvy ja CGI) ovat vähentäneet väkeään ja Nokia-arvoketjun romahdus on tuonut uusia osaajia markkinalle. Nyt monien sektorin toimijoiden kasvua ruokkinut markkinan hyvä osaajatarjonta on normalisoitumassa. Uusia osaajia valmistuu kouluista rajallinen määrä, mikä taas ei riitä tyydyttämään yhtiöiden kasvutavoitteita. Toimialan nopean rakennemuutoksen takia IT-osaajien tarjonta osaamisalueiden puolesta ei myöskään arviomme mukaan ole vastannut markkinan kysynnän tarpeisiin ja markkina kärsii kohtaanto-ongelmasta. Tarve vanhasta teknologiakeskeisestä insinööriosajasta on siirtynyt osaajiin ja IT-yrityksiin, jotka osaavat yhdistää

tekniikan lisäksi luovuuden ja liiketoimintaymmärryksen. Tämä on IT-palvelu yrityksille vaikea kyvykkyys rakentaa, sillä niiden kulttuuri ei usein taivu tähän tarpeeseen. Samaan aikaan monet suuret IT-palveluyhtiöt ovat nähneet irtisanomiset tehokkaampana keinona verrattuna henkilöstön uudelleen kouluttamiseen, mikä on vaurioittanut niiden työnantajakuvaa ja kulttuuria.

Arviomme mukaan IT-markkinalla tullaan siirtymään seuraavaksi ylikorostuneen osaajakilpailun jälkeen vaiheeseen, jossa kilpailullinen fokus ja kilpailuedun lähteet siirtyvät osaajista asiakkaisiin. Osaajakilpailusta on tullut uusi normaali ja siitä on enää vaikea saada markkinalla selkeää kilpailuetua. Hyvä työnantajakuva on siten nykyään enemmänkin pääsylippu peliin.

Kustannusinflaatio ja hinnoitteluympäristö

Kiristyneen osaajakilpailun aiheuttaman kasvurasitteen lisäksi IT-sektorin kustannusinflaatio on nostanut päätään, vaikka palkka toimii osaajakilpailussa toissijaisena kilpailutekijänä. Eri yhtiöiden kanssa käymiemme keskusteluiden perusteella palkkainflaatio on ollut vuosina 2018-2019 vajaan 5 %:n tasolla. Hyvästä kysyntätilanteesta huolimatta markkinalla on tuntuvaa hintakilpailua johtuen monien kasvutavoitteista ja lisäksi suuret asiakasorganisaatiot ovat vaativia ostajia. Yhtiöiden kommenttien perusteella kiihtynyttä kustannusinflaatiota ei ole saatu vietyä täysin eteenpäin hintoihin, koska monilla pitkäaikaiset puitesopimukset vaikeuttavat tätä. Tämä on jo rasittanut sektorin kannattavuuksia. Yleisesti sektorin hinnoitteluympäristö on terveellä tasolla ja esimerkiksi tuntuvaa offshore-toiminnoista syntyvää rajua hintapainetta ei markkinalla ole aistittavissa. Useat sektorin toimijat ovat kertoneet etsivänsä arvontuottoon pohjautuvia hinnoittelumalleja, mutta käsityksemme mukaan asiakkaiden halu siirtyä tällaisiin hinnoittelumalleihin on heikkoa ja yleisesti hinnoittelu perustuu asiantuntijatyön myyntiin.

IT-palvelumarkkinat 4/5

Markkinan trendit

Trendit organisaatioiden IT-ostamisessa

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

- Suuria, monivuotisia korkean riskin erp-projekteja (SAP, Oracle, IBM) ei enää tehdä ja tämän markkinan luonne muuttuu. Vakiintuneet toiminnanohjausjärjestelmät eivät poistu asiakkailta, mutta ne jäävät ylläpitotilaan olemassa olevien IT-toimittajien hoitoon ja niitä viedään pilveen. Toiminnanohjausjärjestelmien modernisointiin investoidaan, jotta ne eivät olisi pullonkaulana digitalisaatiohankkeille. Häviäjiä ovat olleet suurista projekteista riippuvat generalistit. Hyötyjiä ovat usein pienemmät toimijat, joilla on integraatio-osaamista.
- IT:n hankkiminen suurina projekteina vähenee ja siirtyy kohti pienempiä, iteroivia prosesseja sekä jatkuvaa kehitystä. Häviäjiä ovat jäykät ja hidasliikkeiset projektiorganisaatiot. Hyötyjiä ovat toimijat, joilla on osaamista ketterään ohjelmistotuotantoon, kyky hallita useiden eri toimittajien palveluita sekä kyvykkyydet jatkuvien palveluiden tuottamiseen.
- Liiketoimintalähtöisen ostamisen yleistyessä IT-yhtiöt etsivät uusia arvontuottoon pohjautuvia, skaalautuvampia hinnoittelumalleja saadakseen irrotettua liiketoimintamallinsa heikosti skaalautuvasta asiantuntijaresurssien myynnistä. Tämä on teema, josta puhutaan paljon, mutta käytännön tasolla todellisuus on erilainen.
- IT-investoinnit siirtyvät asiakkaan liiketoiminnan tukiprosesseja tehostavista investoinneista kohti liiketoiminnan ydinprosesseja tai itse lopputuotetta parantaviin investointeihin. Häviäjiä ovat

liiketoiminnan tukiprosesseja ja erp-sidosryhmiä perinteisesti palvelleet toimijat. Hyötyjiä ovat uusien digitaalisten palveluiden kehittäjät, joilla on teknistä osaamista, taustajärjestelmien osaamista sekä liiketoimintaymmärrystä.

- IT-budjettien omistus asiakkailla hämärtyy ja siirtyy CIO-roolista yhä enemmän liiketoimintajohtajien ja markkinoinnin rooliin. Häviäjiä ovat insinöörikeskeiset talot. Hyötyjiä ovat asiakkaan liiketoimintaa ja toimialaa ymmärtävät toimijat.
- IT-markkinalla tehdään edelleen vähiten sitä, mistä puhutaan eniten. Näkyvimpiin hypetermeihin liittyvien palveluiden (AI, VR, AR, IoT, NLP jne.) volyymi on vielä pientä sektorin tasolla. Näistä kuitenkin muodostunee seuraavan 5 vuoden tähtäimellä merkittäviä palvelualueita.
- Käyttäjakeskeisyyden ja asiakaskokemuksen nousu jatkuu. Nousevia alueita ovat esimerkiksi digitaalinen palvelumuotoilu, design ja asiakaskokemus. Osaaminen näillä alueilla nousee tärkeämmäksi kilpailutekijäksi IT-toimittajaa valitessa. Monet toimijat ovat paikanneet tätä aluetta yrityskaupoin. Hyötyjiä ovat olleet pienet luovat, design-keskeiset toimijat.
- Pilvimurros jakaa markkinoita uusiksi. Asiakkaiden IT-toimintoja viedään pilveen kiihtyvällä vauhdilla pilven hyötyjen takia ja siksi, että se on usein edellytys uusille digitaalisille liiketoimintamalleille. Hyötyjiä ovat ne, joilla on vahvaa omaa osaamista pilviteknologioissa. Merkittäviä häviäjiä ovat perinteisen paikallisen IT-infrastruktuurin toimittajat.
- Perinteinen ohjelmistolisenssien jälleenmyynti siirtyy pilveen ja ohjelmistotalot pyrkivät saamaan haltuunsa suurempaa osaa arvoketjusta SaaS-malleihin siirryttyä. Ohjelmistojen jälleenmyyjien lisenssikomissiot ovatkin kutistuneet viime vuosina. Häviäjiä ovat lisenssien jälleenmyynnistä

riippuvaiset toimijat. Hyötyjiä ovat asiakkaat.

- Asiakkaiden organisaatioiden siiloutuminen tulee olemaan IT-yhtiöiden myynnin haasteena. IT:n ostajana on tietohallinnon ohella yhä useammin markkinointi tai tuotekehitys, mutta digitaalisen liiketoiminnan rakentaminen vaatii näiden alueiden yhteispeliä ja kykyä hallita kokonaisuutta. Voittajia ovat kokonaisuuksia hallitsevat toimijat, jotka osaavat puhutella myös asiakkaan liiketoimintajohtoa ja markkinointia.
- Data ja analytiikka on nousemassa jälleen yhdeksi markkinan kuumimmista trendeistä. Datasta on tulossa yhä useammalla toimialalla strateginen kilpailutekijä ja edellytys tulevaisuuden tekoälyratkaisuille. Haasteena asiakkailla on yhdistää data siiloutuneesta tietohallinnosta läpi koko organisaation myös markkinointiin ja liiketoimintajohtoon. Voittajia ovat IT-yhtiöt, joilla on yhdistettynä analytiikan, koneoppimisen ja liiketoiminnan ymmärrystä.
- Halvimpien offshore-resurssien merkitys kilpailutekijänä heikentyy edelleen, sillä uusia digitaalisia palveluita on vaikea toteuttaa luotettavasti, riittävän nopeasti ja kustannustehokkaasti toisella mantereella sijaitsevilla offshore-resurssilla. Ohjelmistorobotiikka heikentää edulliseen työvoimaan pohjautuvaa kilpailuetua entisestään. Nämä trendit palauttavat IT-osaamisen kustannuskilpailuetua Aasiasta Eurooppaan. Häviäjiä ovat toimijat, joiden kilpailuetu on perustunut puhtaasti offshoreen kustannustehokkuuteen. Hyötyjiä ovat toimijat, jotka pystyvät yhdistämään paikallisen läsnäolon lähellä asiakasta sekä saavuttamaan riittävän kustannustehokkuuden hyödyntämällä nearshore- ja/tai offshore-resurssia oikeassa suhteessa. Lisäksi voittajia ovat ohjelmistorobotiikan osaajat.

IT-palvelumarkkinat 5/5

Yrityskaupat ja konsolidaatio

IT-palvelusektorin konsolidaatio on jatkunut aktiivisena viime vuosina. Sektorilla käytetään yrityskauppoja työkaluna kasvuun osaajapulan rasittaessa kasvua sekä uusien täydentävien palvelualueiden hankkimiseen. Sektorille ominaista on ollut strategisten osaamisalueiden puutteiden paikkaaminen yrityskaupoilla. Vain harva keskisuurista yhtiöistä on kasvanut puhtaasti organisesti (Reaktor, Futurice).

Sektorin konsolidaatio jatkunee aktiivisena, mutta omistaja-arvon luonti yrityskaupoilla on arviomme mukaan käymässä haastavaksi johtuen kohonneista arvostuksista. Listattujen IT-palvelusektorin yhtiöiden keskimääräiset markkina-arvot suhteessa liikevaihtoon (EV/Liikevaihto) ovat esimerkiksi kaksinkertaistuneet 5 vuodessa. Kohonnut hinnoittelu on myös valunut listaamattomien puolelle ja viimeisimmissä kaupoissa liikevaihtopohjaiset arvostuskertoimet ovat olleet selkeästi 1x tason yläpuolella (sivu 39). Tulospohjaisissa arvostuksissa nousu ei ole ollut yhtä nopeaa, koska sektorin pienten toimijoiden kannattavuudet ovat olleet usein erittäin hyviä.

Lähelle listayhtiöiden tasoa kohonneet arvostukset heikentävät ostajien edellytyksiä tehdä omistaja-arvoa luovia yrityskauppoja. Siten viisi vuotta sitten erittäin tehokas resepti, jossa listaamattomia ostettiin omaa osaketta käyttäen alemmilla kertoimilla ei enää toimi vastaavasti. Nykyinen hinnoittelutaso ei välttämättä huomioi myöskään korkeita riskejä, joita ovat usein raskaat integraatiot ja kulttuurien yhteensovittaminen, mikä on paikoin johtanut mittaviin osaajamenetyksiin. Useiden sektorin yritysten kanssa käymiemme keskustelujen perusteella ostokohteiden hintaodotukset rajoittavat yrityskauppojen syntyä. Arviomme mukaan viisaat toimijat tarkastelevat nyt kurinalaisesti yrityskauppakohteita ja ovat tarvittaessa valmiita tinkimään kasvutavoitteistaan.

Myös ulkomaiset toimijat tähyävät ostettavaa

Suomesta, mikä lisää sektorin konsolidaatiopainetta. Ulkomaisten sijoittajien näkökulmasta Suomesta kiinnostavan tekee poikkeuksellinen keskisuurten digipalveluiden kehittäjien markkina ja näiden toimijoiden osaaminen.

Kotimaisten IT-yhtiöiden kansainvälistyminen ja laajentuminen tuoteliiketoimintaan

Suomalaiset IT-palvelusektorin yhtiöt hakevat tällä hetkellä pääasiassa kasvua laajentamalla palvelutarjoomaansa kotimaassa (yleisin), laajentamalla kansainvälisesti tai skaalautuvilla tuotelähdöillä.

Lukuisat keskisuuret suomalaiset IT-palveluyhtiöt (kuten Futurice, Nixu, Gofore, Siili, Reaktor ja Vincit) ovat laajentaneet toimintaansa Euroopan ja Yhdysvaltojen markkinoille, sillä suomalainen osaaminen on tietyillä osaamisalueilla kansainvälisesti hyvin kilpailukykyistä. Uusilta kansainvälisiltä markkinoilta haetaan kotimarkkinaa vauhdikkaampaa kasvua sekä kansainvälisiin teknologian trendeihin. Kansainvälisten markkinoiden palveleminen edullisemmilla suomalaisilla resursseilla on myös kiinnostava mahdollisuus. Suomalaisen toimijoiden menestys kansainvälistymisessä on ollut vaihtelevaa ja yleisesti sektorin keskisuurten yhtiöiden kansainvälinen liiketoiminta on vielä pientä eikä tarjoa merkittävää kasvuajuria. Yhtiöt tarvitsevat selkeän terävän osaamiskulman menestyäkseen kansainvälisillä markkinoilla, mikä usein poikkeaa niiden kotimarkkinan tarjoomasta ja strategiasta.

Toinen laajentumissuunta on ollut tuoteliiketoiminta (esimerkiksi Solteq ja Vincit). Tuoteliiketoimintaan laajentumisessa haasteena yhtiöillä on strategisen fokuksen säilyttäminen tasapainoiltaessa kahden erilaisen liiketoimintamallin välillä.

Markkinan tulevat voittajat näkemyksemme mukaan

IT-markkinan selkeimpiä voittajia viimeisen 5 vuoden aikana ovat olleet uusien digipalveluiden kehitykseen

erikoistuneet yhtiöt, jotka ovat menestyneet etenkin osaajakilpailussa. Nyt digipalveluiden markkina on saavuttanut selkeästi kypsemmän vaiheen ja osaajakilpailusta on tullut markkinan uusi normaali. Siten näkemyksemme mukaan sektorin menestystekijät muuttuvat ja voittajia seuraavan 5 vuoden aikana ovat:

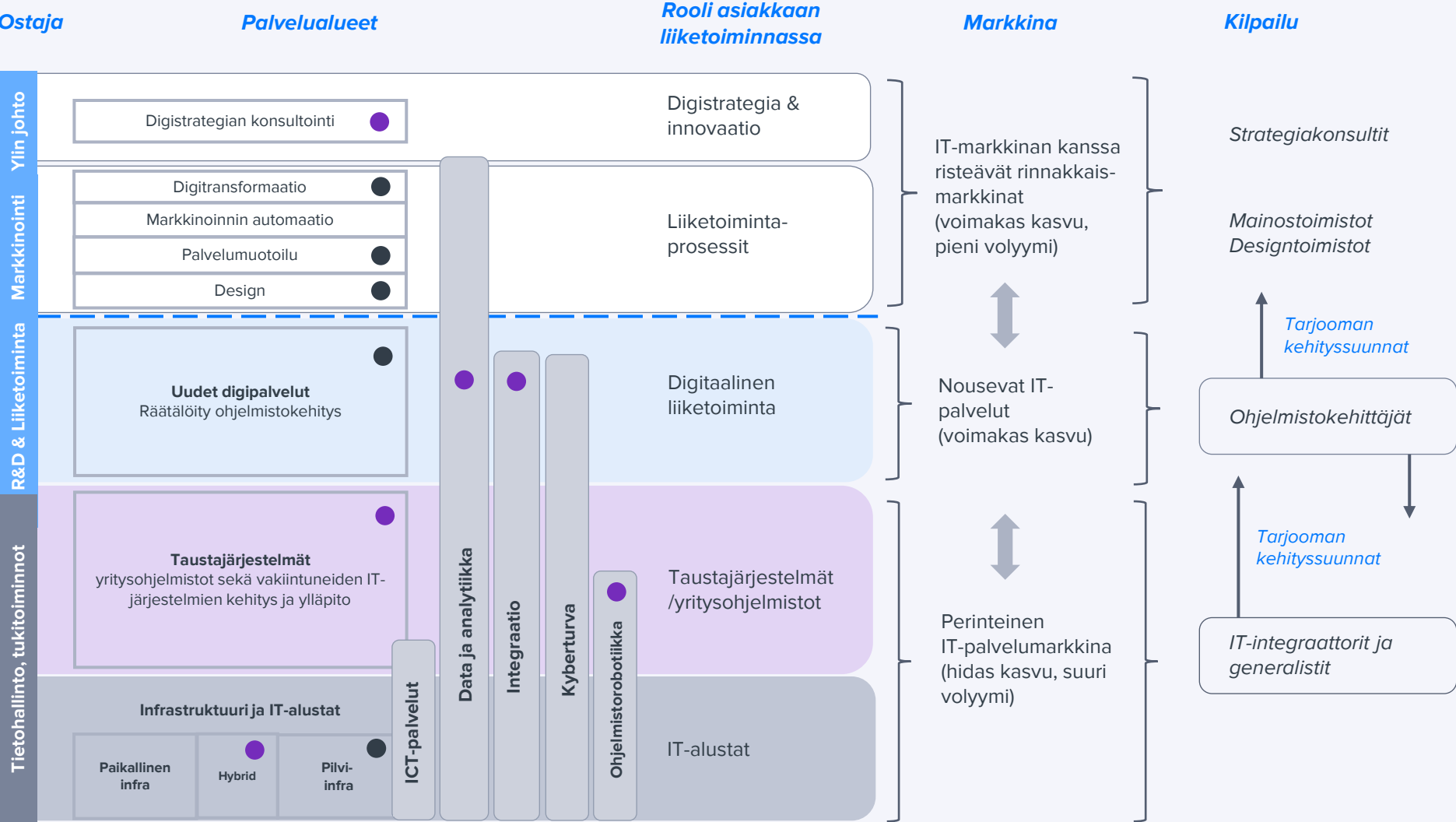
- Vahvojen asiakkuuksien omistajat, joilla on strategisen kumppanin rooli asiakkaisissa sekä kyky skaalata toimintaa vahvan alihankkijaverkoston kautta. Alihankkijan roolissa olevat pienet toimijat, jotka ovat pääasiassa keskittyneet asiakkaitaan enemmän osaajakilpailuun, ovat heikoilla makromarkkinan heikentyessä.
- Yritykset, joilla on vahvaa intergraatio- ja taustajärjestelmäosaamista sekä kyvykyys ylläpitoon ja jatkuviin palveluihin. Ylläpidossa vahvat toimijat ovat vahvoilla myös markkinan heikentyessä. Tämä on monen keskisuuren digipalveluiden kehittäjän heikkous.
- Yritykset, jotka onnistuvat rakentamaan dynaamisen organisaatiomallin, joka pystyy reagoimaan ketterästi nopeasti kehittyvään markkinaan. Monet sektorin yhtiöt kärsivät tehottomista ja huonosti joustavista hierarkisista ja siiloutuneista organisaatiorakenteista, joiden uudistaminen on vaikeaa markkinan muuttuessa.
- Yritykset, jotka ratkaisevat osaajien saatavuusongelman. Samasta kotimaisesta IT-osaajajoukosta kilpailu ei ratkaise kasvuhaastetta. Arviomme mukaan voittajia ovat ne, jotka pystyvät kouluttamaan asiakastoimialojensa osaajista myös IT-osaajia.
- Yritykset, jotka säilyttävät selkeän strategisen fokuksen. Useat sektorin yhtiöt kärsivät kasvukivuista, kun niiden pakka on levinnyt nopean laajentumisen seurauksena.

IT-palvelumarkkinan jakautuminen

Vincitin tarjonta

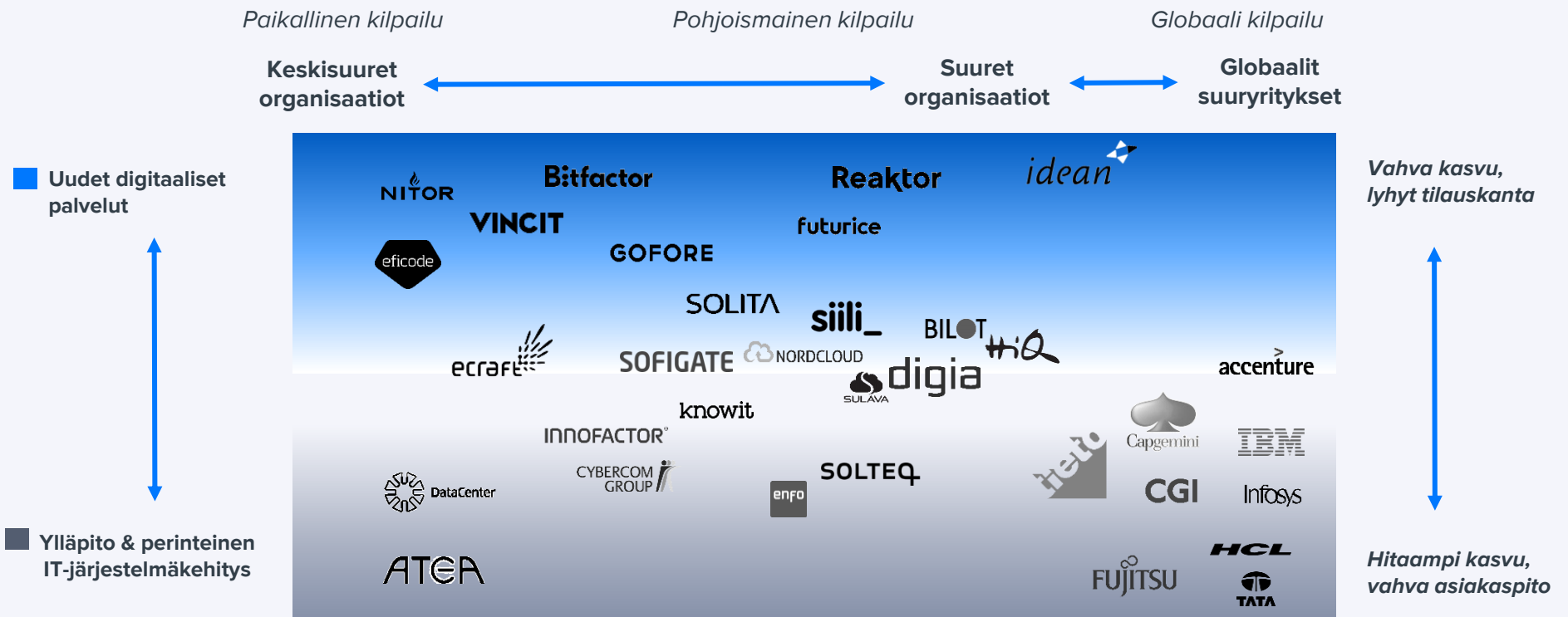
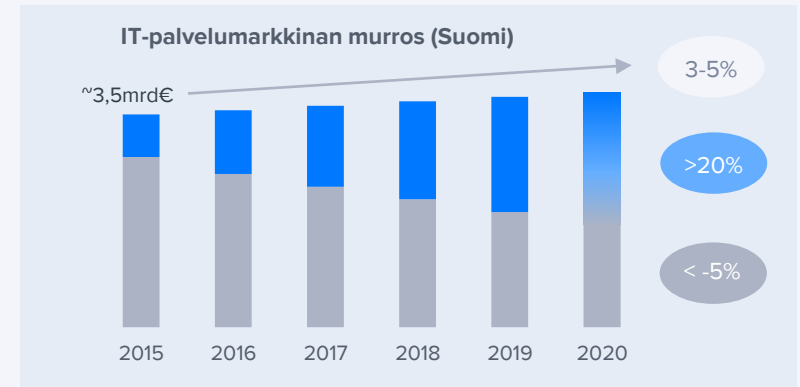
Ydinosaamisalue

Osaamisalue



Markkinat ja arvoketju

IT-yhtiöiden asemoituminen pääasiallisen kohderyhmän ja palvelualueiden mukaan Suomen markkinalla



Kilpailu 1/2

Kilpailu ja vertailuryhmä

Kilpailijoina IT-generalistit ja erikoistuneet toimijat

Suomen noin 4 miljardin euron IT-palvelumarkkina jakautuu suurten kansainvälisten generalistien (mm. TietoEvy, CGI, Fujitsu, Accenture, CapGemini), noin 20 Vincitin kaltaisen keskisuuren 20-100 MEUR liikevaihtoluokassa olevan toimijan sekä lukuisten pienten toimijoiden kesken. Generalistit edustavat arviomme mukaan markkinasta yli 2 miljardin osuutta, keskisuuret toimijat yli miljardin osuutta ja pienemmät alle 100 henkilön yritykset loppuhäntää markkinasta. Suomen markkinalle kansainvälisesti vertailtaessa ominaista on vahva keskisuurten toimijoiden markkina.

Vincitin kilpailijoita ovat suuret, usein kansainväliset IT-generalistit sekä pienemmät ohjelmistokehitystalot. Generalisteista esimerkkeinä voidaan mainita TietoEvy, CGI, Cap Gemini ja Accenture. Pienemmistä ohjelmistokehitystaloista kilpailijoina voidaan mainita Reaktor, Idean (CapGemini), Gofore, Futurice, Siili ja Solita. Selkeitä yksittäisiä pääkilpailijoita on kuitenkin vaikea osoittaa kentän pirstaleisuuden vuoksi. Vincit asemoituu näiden toimijoiden väliin toimintamallilla, joka pyrkii yhdistämään pienen toimijan ketteryyden, luovan osaamisen, vahvan teknologiaosaamisen sekä riittävän toimituskyvykkyyden ja palvelutarjoaman vastata suurten asiakasorganisaatioiden tarpeisiin. Yhtiö pyrkii kasvamaan asiakasorganisaatioissaan liiketoimintakriittisen kumppanin rooliin.

Suurten toimijoiden erottautumistekijät

Suurten IT-generalistien vahvuutena kilpailussa on mittavat resurssit, joita tukee usein offshore-tuotanto ja sen kustannustehokkuus. Lisäksi niillä on usein pieniä toimijoita syvempää asiakas- ja toimialaymmärrystä. Ne ovat usein keskeisimmissä asiakkuuksissaan vahvasti etabloituneita ja keskittyneet palvelemaan vain suurimpia asiakasorganisaatioita. IT-generalistit ovat

tyypillisesti kehittäneet asiakkaidensa IT-järjestelmiä yli vuosikymmenen ajan ja asiakkaiden IT-budjeteista merkittävä osa kuluu näiden olemassa olevien vanhojen järjestelmien ylläpitämiseen ja kehittämiseen. Tämä turvaa suurten palvelutalojen asemaa kilpailussa. Lisäksi asiakkaan IT-järjestelmiä on tyypillisesti kehitetty siten, että IT-toimittajan vaihtaminen on tehty asiakkaalle vaikeaksi (vendor-lock). IT-generalistien asema suurissa organisaatioissa murtuu siten hitaasti. Lisäksi järjestelmätoimitukset ovat usein haastavia ja korkean riskin hankkeita, mikä lisää alalle tulon kynnystä IT-markkinan keskisuurille haastajille.

Vincitin kokoluokassa yhtiöt tarvitsevat usein jonkin terävän osaamiskärjen ollakseen kilpailukykyisiä suuria generalisteja vastaan. Lisäksi ne murtautuvat usein suuriin asiakkuuksiin muun ostajan kuin tietohallinnon kautta myyden digitalisaatoratkaisuja esimerkiksi suoraan liiketoiminnalle, jolloin ne eivät välttämättä kohtaa kilpailussa asiakkaan vakiintunutta järjestelmätoimittajaa. Yhtiöt pelaavat siis usein hieman eri palvelualueilla, mutta viime vuosina sektorin suuret toimijat ovat aktivoituneet merkittävästi lisäämään kyvykkyyksiään digipalveluiden kehityksen alueella, mikä lähentää niitä kilpailussa.

Vincitin kaltaiset keskisuuret toimijat erottuvat tyypillisesti kilpailussa suuremmista toimijoista ketteryydellä, paremmalla palvelulla tai osaamisella jossain erikoistumisalueessa. Vincit erottuu vahvalla teknisellä ohjelmistokehitysoaamisella. Pieni koko voi olla tällöin haitta, kun asiakas suosii suurempaa toimijaa sen toimituskyvykkyyden ja luotettavuuden takia. Pieni koko voi olla etu, kun asiakas tarvitsee hankkeeseen luovuutta, nopeutta ja ketteryyttä. Asiakaskoon kasvaessa kilpailusta tulee kansainvälisempää, asiakkaat ovat vaativampia ostajia, toteutettavien hankkeiden projektiriskit kasvavat ja kilpailussa on vastassa suurempia toimijoita.

Pienten toimijoiden erottautumistekijät

Pienet IT-sektorin toimijat saattavat usein palvella loppuasiakkaita alihankintaketjun kautta tai ne pääsevät suoraan asiakkaisiin jollain terävällä osaamiskulmalla. Pienet asiakasorganisaatiot, jotka eivät ole kiinnostavia suurten generalistien näkökulmasta, ovat luontaista vahvuusalueetta sektorin pienille toimijoille.

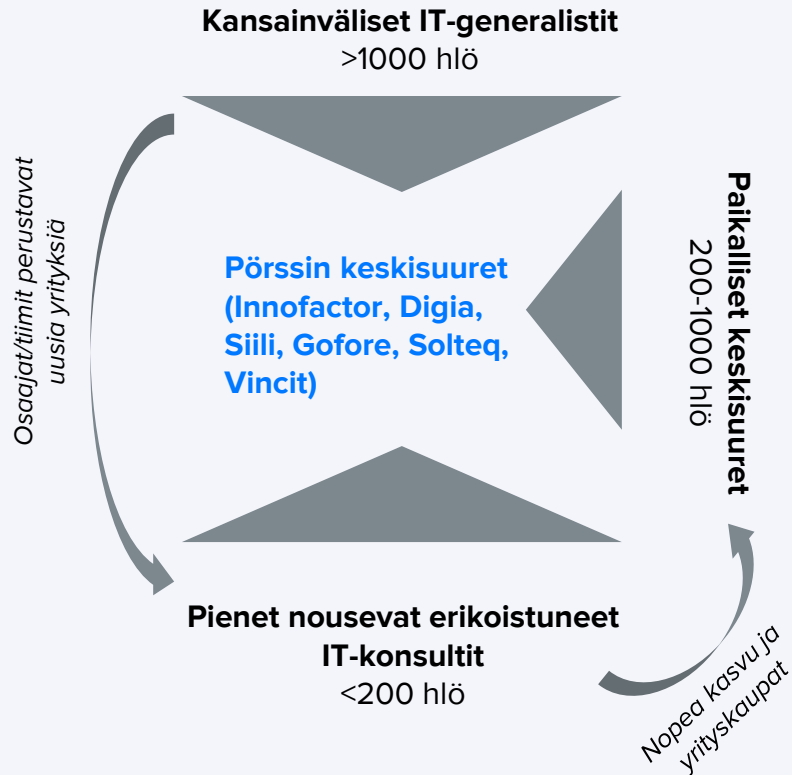
Monet IT-palvelumarkkinan uudet toimijat ovat syntyneet vakiintuneista IT-taloista yrittäjäksi lähteneiden osaajien perustamina. Erityisesti ohjelmistokehityspalveluissa markkinalle tulon kynnys on matala. Pienimpien toimijoiden heikkoutena usein on se, että ne jäävät arvoketjussa heikompaan asemaan palvelen loppuasiakkaita alihankintaketjun kautta asiakkaiden keskittäessä ostojaan. Lisäksi ne eivät pysty tarjoamaan vastaavaa urapolkua osaajille kuin suuret toimijat. Osaajakilpailussa ne kuitenkin vastaavasti erottuvat usein kulttuurillaan edukseen.

Vincitin EAM- ja LaaS-tuotteet

Vincit EAM-tuote soveltuu keskisuurille asiakkaille, joilla on jatkuvaa huoltoa edellyttävää toimintaa. Tärkein kilpailuetu tuotteella on sen modulaarisuus ja pilvipohjaisuus. EAM on vielä varhaisessa kehitysvaiheessa, mutta luottamusta tuotteen kilpailukykyyn lisää se, että ensimmäiset suuret asiakkaat ovat jo sitoutuneet tuotteeseen jopa 10 vuoden sopimuksilla. EAM-tuotteen lähin kilpailija Suomessa on SAP:n ylläpitomoduuli. Solteq on myynyt hieman Vincit ratkaisua vastaavan huolto- ja kunnossapitoyrityksiä toimittavan MainIoT Software Oy:n IFS-konsernille vuonna 2016.

LaaS-tuote on luomassa täysin uutta markkinaa eikä ratkaisulle ole osoitettavissa selkeää olemassa olevaa markkinaa ja suoraa kilpailijaa. Tuote digitalisoi ja tehostaa osia yhtiöiden HR:n toiminnoista ja asemoituu HR-ohjelmistoratkaisujen markkinalle.

Vincitin asemoituminen ja kilpailutekijät



Vincitin puolesta

- Kyvykkyys toimittaa vaativia hankkeita vs. pienet toimijat
- Ketteryys, reagointi- ja uudistumiskyky vs. suuret generalistit
- Osaamisen hallinta ja kyky houkutella osaajia
- Terävät osaamiskärjet tietyillä palvelualueilla
- Ylläpito-osaaminen

Vincitiä vastaan

- Kapeampi tarjooma vs. generalistit, joilla mittavat offshore-resurssit, laaja tarjooma ja kyvykkyys toimittaa korkean riskin suuria hankkeita
- Useita pieniä ketteriä toimijoita haastajina, monilla palvelualueilla matala alalle tulon kynnyks
- Osaajamarkkina ja yhtiön tiukka rekrytointiseula rajaavat kasvua

Kilpailu 2/2

Vertailuryhmän kasvu ja kannattavuus

Tarkastelemme sivun 22 kuviossa listattujen sekä listaamattomien suomalaisten ja muiden Pohjoismaisten IT-palveluyhtiöiden kasvua ja kannattavuutta.

Vertailuryhmän kasvu vuositason 2014-2018 on ollut keskimäärin 18 %, mitä selittää markkinan kasvu, monien pienten toimijoiden nopea kasvu sekä useiden toimijoiden yrityskaupat. Voimakkaimmin kasvaneet yhtiöt ovat pääasiassa laajentuneet yritysostoin (erityisesti Solteq ja Innofactor), mutta joukossa on myös vahvoja organisia kasvavia (Vincit, Solita, Futurice, Gofore, Reaktor ja Siili).

Voimakkainta orgaanista kasvua ovat tehneet Vincit sekä Solita. Hitaimmin ovat kasvaneet suuremmat toimijat, jotka ovat kärsineet markkinan murroksesta (kuten TietoEvy, CGI, Know-IT).

Kasvua tarkasteltaessa on havaittavissa, että Suomen IT-markkinalla pienet erikoistuneet toimijat ovat yltäneet selvästi nopeimpaan kasvuun. Tämä heijastaa perinteisen järjestelmäkehityksen kysynnän hiipumista ja IT-kysynnän painottumista uusille alueille, joihin pienemmät ja ketterämmät toimijat ovat pystyneet tehokkaammin vastaamaan.

Kannattavuuden osalta vertailujoukon keskiarvo on 11,5 % käyttökatteella (EBITDA-%) mitattuna vuositason 2014-2018. Vintiin kannattavuus oli viime vuonna hieman sektoria heikompi ja ennen tätä sektorin tasolla tai huomattavasti sektoria parempi. Yhtiöt ovat keskimäärin kannattavuudeltaan terveellä tasolla. IT-palveluiden toimialalla yli 10:n % EBITDA-tasoa voidaan pitää hyvänä kannattavuustasona. Yksinumeroisiin kannattavuustasoihin yhtiöiden ei pitäisi olla tyytyväisiä. Suuret generalistit TietoEvy ja CGI ovat tehneet hyvää kannattavuutta hitaasta kasvusta huolimatta, mikä perustuu niiden vahvaan markkina-asemaan ja ohjelmistoliiketoimintaan.

Markkinan keskiarvoissa ohjelmistokehitysyhtiöissä (kuten Gofore, Reaktor, Futurice ja Vincit) hämmästyttävää on se, että ne ovat päässeet samanaikaisesti sekä vahvaan kasvuun että kannattavuuteen. Arviomme mukaan vahva kannattavuus perustuu osin näiden yhtiöiden kevyisiin organisaatorakenteisiin ja toisaalta vahva kasvu kilpailuetuihin osaajakilpailussa. Kannattavuutta on ajanut myös näiden toimijoiden liiketoimintamallin painottuminen asiantuntijatyön tuntilaskutukseen, jolloin projektiriskit eivät ole päässeet pilaamaan kannattavuutta. Kun markkinalla ei ole hintapaineita ja osaajaresurssit saadaan myytyä täyteen kapasiteettiin, on yli 20 %:n EBITDA-marginaali realistinen. Tämä on kuitenkin jäämässä osin digipalveluiden suotuisasta markkinatilanteesta johtuvaksi ilmiöksi, ja viime vuoden aikana näidenkin yhtiöiden kannattavuuksissa nähtiin selkeitä paineita markkinan kypsyessä.

Kannattavuuden ja kasvun yhdistelmää viiden vuoden ajalta vertailemalla markkinassa erottuvat muutamat toimijat ylitse muiden. Tähtipelaajien lokeroon asettuvat mielestämme Solita, Siili, Futurice, Nixu, Reaktor, Gofore ja Vincit. Ruotsin markkinalla selkeä nousija on HiQ, joka on onnistunut muuntamaan liiketoimintamallinsa vastaamaan markkinatrendeihin.

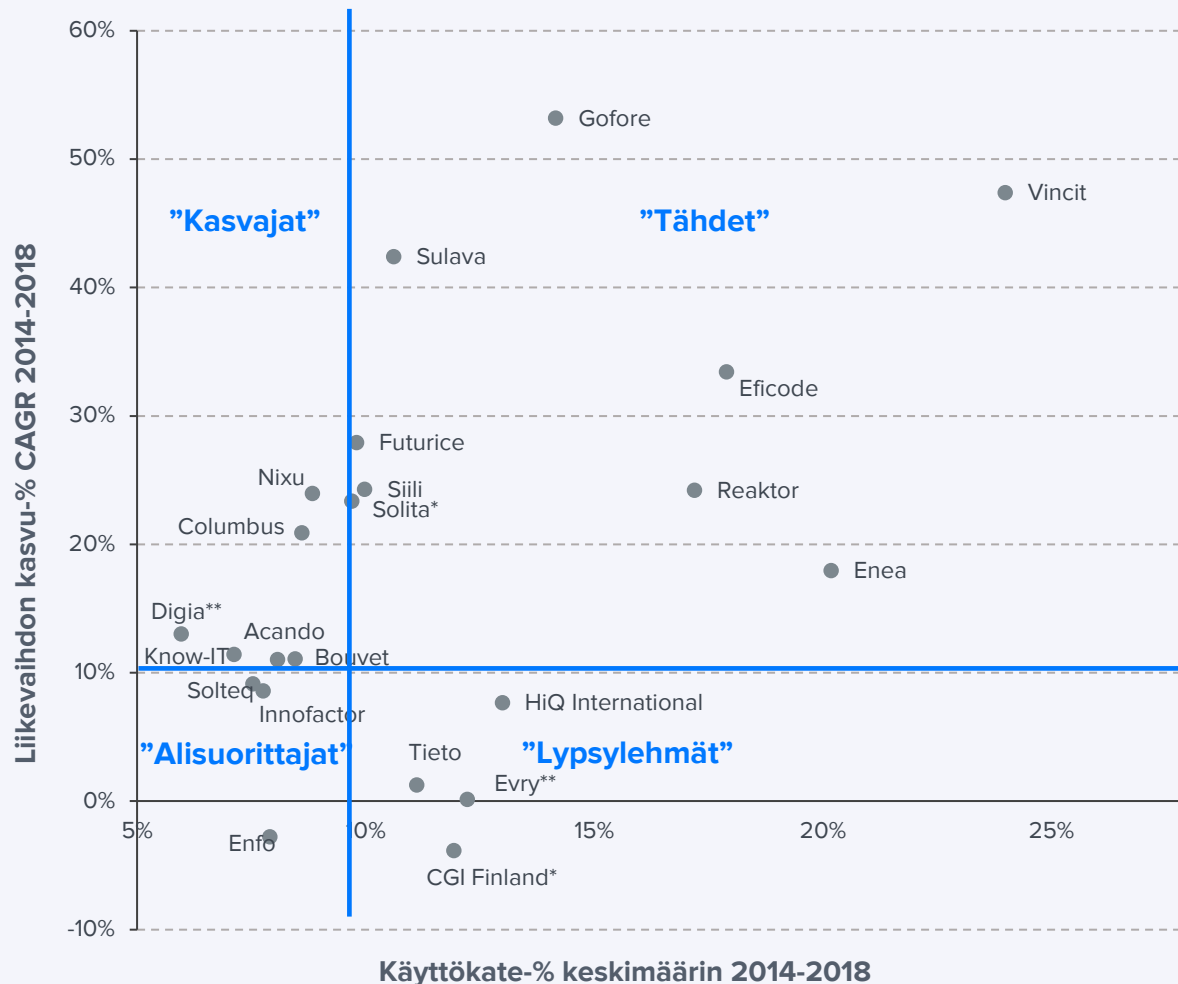
IT-konsulttisektorin uhkakuvat

Nykyiseen IT-markkinan suotuisan syklin uhkakuvat liittyvät siihen, että IT-konsultit tavoittelevat tällä hetkellä aggressiivista kasvua. Samaan aikaan omistaja-arvon luonti sektorilla käy jatkuvasti vaikeammaksi oheisista kolmesta syystä johtuen. Mielestämme toimialalle olisi syklin nykyisessä vaiheessa tervettä, jos yritysten strategioiden painopiste alkaisi siirtyä aggressiivisen kasvun tavoittelusta vähitellen myös kannattavuuksien parannukseen. Vaikka suhtaudumme sektoriin sijoituskohteena kokonaisuutena yhä positiivisesti, on seuraavat markkinan ylikuumenemiseen liittyvät riskit

syötä tunnistaa. Kolme keskeistä sektorin lyhyen aikavälin riskiä ovat näkemyksemme mukaan seuraavat:

1. Osaajakilpailu kääntyy sektorin sisäiseksi nollasummapeliksi. IT-konsulttiyhtiöt eivät pysty kasvamaan ilman rekrytointeja. Monien sektorin toimijoiden kasvua ruokkinut markkinan hyvä osaajatarjonta on normalisoitunut viime vuosina. Uusia osaajia valmistuu kouluista rajallinen määrä, mikä taas ei riitä tyydyttämään kaikkien yhtiöiden aggressiivisia kasvutavoitteita. Riskinä on, että IT-konsulttien välinen osaajakilpailu Suomessa kiristyy ja kääntyy sektorin sisäiseksi nollasummapeliksi.
2. Markkinaosuuskilpailu johtaa epäterveeseen hintatasoon. Käytännössä kaikki IT-konsulttisektorin listatut yhtiöt ovat luvanneet omistajilleen tavoittelevansa markkinaa nopeampaa kasvua. Riskinä on, että kasvua tavoitellaan tällä hetkellä liian hintavetoisesti, jolloin sektorin kannattavuusmarginaalit eivät pääse suotuisan syklin kyytiin. IT-konsulttisektorin pitäisi oppia hinnoittelemaan osaamistaan paremmin vielä tämän syklin aikana.
3. Sektorin arvostustasot kuplaantuvat suotuisassa syklissä. IT-palvelusektorin yhtiöiden keskimääräiset markkina-arvot suhteessa liikevaihtoon (EV/Liikevaihto) ovat esimerkiksi kaksinkertaistuneet 5 vuodessa. Arvostusten ylikuumeneminen voi johtaa entistä kovempaan krapulaan syklin taittuessa. Sektorin yhtiöiden aggressiiviset kasvutavoitteet yhdistettynä kireään osaajakilpailuun pakottavat yrityksiä hakemaan kasvua nyt yrityskaupoin, mikä nostaa ostokohteiden arvostustasoja ja heikentää ostajien edellytyksiä tehdä omistaja-arvoa luovia yrityskauppoja.

Kilpailukentän kehitys historiassa



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

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

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

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

Lähde: Inderes, yhtiöt ja Asiakastieto

*2014-2017 ja **2015-2018

Luvut ennen IFRS16-muutoksia

Strategia 1/2

Kohti liiketoimintakriittisen IT-kumppanin asemaa asiakkaissa

Keväällä 2019 Vincit julkaisi ensimmäistä kertaa kattavamman strategian. Uusi strategia pohjautuu strategisen asiakkuuden käsitteeseen. Aiemmin Vincitin strategiana on lyhkäisyydessään ollut ”tavoitteena on huomenna tyytyväisemmät työntekijät ja asiakkaat kuin tänään”. Aikaisempi tavoite kuvastaa edelleen vahvasti yhtiön kulttuuria. Nyt yhtiö on kuitenkin syventänyt, mitä se tavoittelee pitkällä aikavälillä ja laajemmassa kontekstissa.

Vincitin uuden strategian teemat ovat 1) kotipesä kuntoon, 2) kasvua ilman kaaosta ja 3) Vincitistä vientituote. Vincitin ydinliiketoiminta on ollut yksi sektorinsa kannattavimpia ja yhtiö pyrkii palauttamaan sen takaisin huippukuntoon. Lisäksi yhtiö hakee liiketoimintakriittisemmän toimittajan asemaa asiakkaissa vahvistamalla palvelutarjoomaa. Osana tätä voi olla valikoidut ydinliiketoimintaa vahvistavat yrityskaupat, joiden onnistuneesta toteutuksesta yhtiöllä on viime vuosilta kohtalaisesti näyttöjä. Yhtiö pyrkii lisäksi kasvamaan kansainvälisesti sekä pääsemään globaalisti relevantteihin hankkeisiin.

Yhtiö arvioi strategisen asiakkuuden roolin vaativan yhtiöltä ymmärrystä erityisesti 1) kuluttajakäyttäytymisen muutoksesta, 2) työelämän murroksesta ja 3) liiketoimintaympäristöjen muutoksesta. Nämä kolme murrosta ovat keskeisiä pelkoja, jotka toistuvat asiakaskentässä. Siten yhtiön strategian teemana rakentaa maailmaa, jossa huominen ei pelota.

Liiketoimintakriittisen kumppanin rooliin nouseminen on strateginen teema, joka toistuu

läpi sektorin Vincitin kokoluokan yhtiöissä. Tämä on luonnollinen suuntaus, sillä perinteinen ohjelmistokehittäjäresurssien myynti on markkinana saturoitumassa ja kilpailu kiristyy. Pitkässä juoksussa voittajia ovat lopulta vahvimmat asiakassuhteet omaavat IT-toimittajat, vaikka viime vuosina kyky haalia osaajaresursseja on ollut ylikorostuneessa roolissa kilpailutekijänä. Strategiseen rooliin nouseminen vahvistaa myös IT-toimittajan kilpailukykyä, hinnoitteluvoimaa ja tuo liiketoimintaan jatkuvuutta. Vincitille haasteena tässä siirtymässä kohti liiketoimintakriittisen kumppanin asemaa on kulttuurin siirtymä projektivetoisesta organisaatiosta kohti asiakasvetoisempaa ajattelumallia.

Kansainvälinen strategia

Vincitin kansainvälinen strategia perustuu ymmärryksemme mukaan samoihin periaatteisiin kun ydinliiketoiminnan strategia kotimaassa. Kansainvälistymistä on tähän mennessä rakennettu hyvin pienillä panoksilla ja hallituin riskein.

Vincitillä on tällä hetkellä hyvin menestynyt (palkittu), vahvasti kasvava ja kannattava liiketoiminta Yhdysvalloissa. Lisäksi Vincitillä on asiakkaita Saksa, Sveitsissä ja Ruotsissa, joita tällä hetkellä palvelee Suomesta. Arvioimme yhtiön kartoittavan laajentumismahdollisuuksia ulkomailla aktiivisesti.

Kannattavuuden parantaminen fokuksessa

Kasvupanostuksista huolimatta Vincit on priorisoi tällä hetkellä kannattavuutta, jonka osalta yhtiöllä on huomattavasti parannettavaa nykytasolta. Merkkejä kannattavuuden käännteestä parempaan nähtiin Q3'19:llä, mutta Q4 oli jälleen heikko ja

näytöt kestävästä kannattavuuskäännteestä antavat vielä odottaa ja koronapandemia tuo uusia haasteita ratkottavaksi.

Ydinliiketoiminnassa yhtiö hakee parempaa kannattavuutta kolmen tekijän kautta:

- Vincit on rakentanut uuden organisaatorakenteen, jonka pitäisi kantaa 100 uutta laskuttavaa työntekijää ilman tarpeita kasvattaa tukitoimintojen rakenteita.
- Yhtiö pyrkii siirtämään vastuuta ja päätösvaltaa henkilöille, jotka työskentelevät lähimpänä asiakkaita. Itseohjautuva ja matalahierarkkinen johtamismalli on ollut sektorin yhtiöille ominainen tapa saada lisää tehokkuutta organisaatioon.
- Yhtiö panostaa henkilöstön ammatilliseen kehittämiseen. Yhtiö pitää sisäisiä koulutuksia ja siirtää osaamista organisaation sisällä. Korkean asiantuntemustason rakentaminen tuo yhtiölle hinnoitteluvoimaa.

Näkemyksemme mukaan erityisesti nykyisessä markkinatilanteessa kasvu on entistä haastavampaa myös Vincitille, minkä takia strategian painopistealueena kannattavuuden parantaminen on tervetullut. Arviomme mukaan kannattavuuspotentiaali realisoituu etenkin laskuttavan henkilöstön suhteellisen osuuden kasvun kautta, yli koronan katsottuna.

Koronapandemian reagointi tulee arviomme mukaan elämään, tilanteen kehityksestä riippuen. Yhtiö on ottanut proaktiivisen roolin ennakoinnissa, mikä parantaa reagointinopeutta.

Strategia 2/2

Ydinliiketoiminnan palvelutarjonnan laajentaminen

Vincitin palvelutarjooma kattaa pääasiassa digitaalisen arvoketjun, mutta yhtiö haluaa vahvistaa tiettyjä alueita. Lisäksi Vincit etsii aktiivisesti uudenlaisia kasvulähtöjä. Vincitin kaltaisten pienten toimijoiden vahvuus nopeasti muuttuvassa markkinassa niiden kyky mukautua muuttuvaan markkinaan muita nopeammin.

Yhtiöllä on strategista kehitystyötä käynnissä seuraavilla osa-alueilla:

- **Liikkeenjohdon konsultointiyksikköön Redcelliin** on panostettu viime vuoden ja kuluvan vuoden aikana. Ymmärryksemme mukaan noin 5 hengen yksiköllä on jo asiakasprojekteja sekä myös rooli ydinliiketoiminnan tukemisessa. Yksikön fokus tarkentunee lähiaikoina.
- **Designitarjonta** on kehittynyt uusien palveluiden ja työntekijöiden myötä. Tarjonta sisältää UI/UX-suunnittelun, käyttäjätutkimuksen, palvelumuotoilun ja liiketoimintamutoilun. Alue työllistää noin 40 henkilöä. Näiden palveluiden myötä yhtiö pääsee asiakkaan digitaalisiin hankkeisiin kiinni jo suunnitteluvaiheessa.
- **Dataohjattu liiketoiminta- ja tekoälyosaaminen** on lisääntynyt uusien rekrytointien myötä ja tarjoamaa kehitetään aktiivisesti. Dataohjautuvuus sisältyy jo lähes

kaikkiin asiakasprojekteihin ja palvelualue työllistää useita kymmeniä.

- **Ohjelmistojen ylläpito- sekä pienkehityspalvelutarjoamaa** on kehitetty entisestään ja tuotteistetut palvelut lanseerataan lähikuukausina. Kyseinen alue on kehittynyt käsityksemme mukaan vahvasti. Palvelualue työllistää nyt noin 20 ja yhtiö odottaa kasvun jatkuvan vahvana. Kilpailutekijöinä on 24h asiakastuki sekä ohjelmistojen jatkokehitys.
- **Planet Centric Design** on yhtiön tuorein lähtö ja keino osallistua ympäristökrisien ratkaisuun. Vincitin tarkoituksena on luoda asiakkaille palveluita, jotka palvelevat sekä planeetan että liiketoiminnan tuloksia. Planet Centric Design auttaa organisaatioita ratkomaan kestävän kehityksen kysymyksiä tuoreiden työkalujen, yhteistyökanavien ja ajattelumallien avulla.

Tuotestrategia ja tuotteiden tilanne

Vincit on viimeisen kolmen vuoden aikana panostanut EAM- ja LaaS-tuotteisiin laskelmiemme mukaan noin 7 MEUR. Yhtiön tuotestrategiaan tavoitteena on etsiä ratkaisuja, jotka on skaalattavissa 5 MEUR:n liikevaihtoon 3 vuodessa. Nykyiset tuotteet täyttävät tämän kriteerin. Tähän mennessä molempien tuotteiden ylösajo on kuitenkin vaatinut odotettua enemmän aikaa ja investointeja. Vincit on kertonut aktiivisesti arvioivansa järkevää tuotekehityspanostusten

kokonaismäärää sekä tutkivansa uudenlaisia rahoitusmalleja EAM ja LaaS -liiketoimintojen kehittämiseksi edelleen.

EAM-tuotteessa yhtiö on viime vuonna julkaissut ensimmäisiä merkittäviä pitkäaikaisia sopimuksia ja tuote on ymmärryksemme mukaan nousemassa voitolliseksi. Tuotteen parissa työskentelee arviolta noin 25 henkilöä ja tuotetta myydään tällä hetkellä ainoastaan Suomessa. Yhtiö pyrkii kasvattamaan liiketoimintaa kotimaassa itse ja tai mahdollisen partnerikanavan kautta. Tuotteen myynnin hankekanta on käsityksemme mukaan vahva, mutta myyntisyklit ja käyttöönottoprojektit pitkiä, mikä hidastaa ylösajoa. Kun asiakkuuksiin on kerran päästy sisään esimerkiksi yhteen tuotantolaitokseen, on niissä tyypillisesti merkittävää kasvupotentiaalia asiakkaan laajentaessa ohjelmiston käyttöä useampiin tuotantolaitoksiin. Mielenkiintoisen kasvupotentiaalin yhtiölle voisi tarjota myös strateginen kumppanuus teollisuuden kunnossapitoon erikoituneen palveluyhtiön kanssa, sillä tätä kautta tuote voisi tavoittaa yhdellä kertaa laajan markkinapotentiaalin.

LaaS-tuotteen potentiaaliin Vincitillä on edelleen vankka usko. Tuotteen parissa työskentelee arviolta noin 15 henkilöä ja sillä ensimmäiset kaupalliset asiakkuudet ovat käynnistyneet. Tuote on ymmärryksemme mukaan kuitenkin vielä vahvasti kassavirtanegatiivinen ja kaupallistaminen vaati ymmärryksemme mukaan vielä voimakkaita investointeja. Vincit on yhtiöittänyt LaaS-ratkaisun omaan osakeyhtiöön, mikä mahdollistaa eri rahoitusvaihtoehtojen kartoittamisen tuotteelle.

Strategian asemoituminen

	Ohjelmistokehittäjätalot	Keskisuuret	IT-generalistit (kuten TietoEvy)
Esimerkki	Siili, Solita, Vincit, Futurice, Reaktor, Gofore	Digia, Solteq, Innofactor	TietoEvy, CGI, Accenture
Geeniperimä	Uudet digitaaliset palvelut, digitalisaattioratkaisut	Taustajärjestelmät Digitaaliset palvelut kasvussa	Taustajärjestelmät
Vahvuudet	Osaajakilpailu Ketteryys Muutosnopeus Matala organisaatiomalli Asemoituminen kasvaville alueille Ei olennaisia projektiriskejä	Integraatio-osaaminen Taustajärjestelmien tuntemus Liiketoimintakriittisen toimittajan rooli Laaja tarjonta Vakiintunut asiakaskunta	Offshore/nearshore -kyvykkyydet Globaali toimituskyvykkyys Laajin tarjooma Vahva asiakaspito
Heikkoudet	Resurssivuokraajan rooliin jääminen Ylläpitokyvykkyydet Kyky toimittaa kokonaisratkaisuja	Projektiriskeille altistuminen Tarve uudistua ja investoida Väliinputoajan rooliin jääminen	Tarve jatkuvaan uudistumiseen Muutosnopeus Raskas organisaatio
Tyypillinen erikoistuminen	Kaikki asiakaskoot ja toimialat Valitut palvelualueet	Suuret/keskisuuret organisaatiot Usein toimialafokus Kaikki palvelualueet	Suuret/globaalit asiakkaat Laaja toimialaosaaminen Kaikki palvelualueet
Kasvu ja kannattavuus tällä hetkellä	Voimakas kasvu nykymarkkinassa Vahva kannattavuus nykymarkkinassa	Hyvä orgaaninen kasvu Yrityskaupat kasvuajurina Tyydyttävä/heikko kannattavuus	Maltillinen orgaaninen kasvu Kasvu yrityskaupoin Hyvä kannattavuus
Konsolidaatio	Ostokohteina pienet erikoistujat, tavoitteena tarjooman laajentaminen	Ostokohteina pienet erikoistujat, tavoitteena tarjooman vahvistaminen, suuremmat fuusiot mahdollisia	Ostokohteina usein keskisuuret erikoistuneet toimijat, myös suuria fuusioita kansainvälisellä tasolla

Historiallinen kehitys

Historiassa sektorin kirkkainta kärkeä

Vincitin historiallinen orgaaninen kasvu on ollut todella vahvaa. Yhtiön liikevaihto on kasvanut 38 % vuodessa vuosina 2011-2018, josta orgaaninen kasvu on ollut arviomme mukaan 36 %-yksikköä.

Voimakkaasta liikevaihdon kasvusta huolimatta Vincitin kannattavuus on pysynyt sektorin parhaalla tasolla ja liikevoittomarginaali on ollut keskimäärin 20 % vuosina 2011-2018. Tämä on IT-palvelusektorin yhtiölle poikkeuksellista, sillä nopea rekrytointivauhti tyypillisesti rasittaa konsulttiliiketoiminnassa kannattavuutta. Yhtiö on siis pystynyt pitämään korkeasta kasvusta huolimatta yllä todella vahvoja käyttöasteita ja onnistunut ajamaan uudet osaajat sisään projekteihin ja asiakkuuksiin nopeasti.

Vincitin poistaa FAS-kirjanpidon mukaan liikearvoa taseesta, mikä heikentää yhtiön kirjanpidollista tulosta. Vastaavasti nettotulosta rasittavat jonkin verran vähemmistöosuudet, jotka ovat viime vuosina olleet noin 10 % oikaistusta liikevoitosta.

Voitonjaon osalta yhtiön tavoitteena on jakaa yli 30 % tuloksestaan osinkoina. Yhtiö on kasvattanut osinkoa vuosittain vuodesta 2011 lähtien.

Vuosi 2019

Vincitin vuoden 2019 ensimmäinen puolisko oli heikko, Q3:lla numerot näyttivät tuntuvaa elpymistä ja Q4:llä raportoidut luvut taas heikkenivät rajusti.

Vincitin liikevaihto kasvoi 11 % vertailukaudesta 48 MEUR:oon vuonna 2019. Orgaaninen liikevaihdon kasvu oli 7 % vuonna 2019. Vincit avasi Q4:llä ensikertaa numerollisesti Vincit Californian

kehitystä. Californian liikevaihto kasvoi lähes 40 % 5,8 MEUR:oon vuonna 2019, mikä vastaa 12 % yhtiön liikevaihdosta. Siten Yhdysvaltojen liiketoiminta on nousemassa jo tuntuvaksi arvoajuriksi yhtiölle.

Koko vuotta 2019 tarkastellessa käyttökate-% oli 9 % tai 4,3 MEUR ja selvästi alle yhtiön potentiaalin. Kannattavuutta painoi heikot laskutusasteet, mikä johtui pääosin uuden strategian mukaisesta myynnin uudelleen organisoitumisesta. Yhtiö myös panosti tukirakenteisiin ja liiketoiminnan muut kulut nousivat 18 % ja tukifunktioiden pitäisi ymmärryksemme mukaan kestää noin sadan työntekijän lisäyksen. Lisäksi kannattavuutta painoi edellisen vuoden tavoin tuotepanostukset. Vincit Californian käyttökate-% oli 22 % vuonna 2019 ja tuki näin ollen konsernin kannattavuutta.

Liikearvopoistoista oikaistu liikevoitto oli 1,6 MEUR tai 7 % liikevaihdosta vuonna 2019 (2018: 12 %). Vincit poistaa FAS-kirjanpidon mukaisesti liikearvoa taseestaan, joten liikearvopoistojen oikaisu liikevoitosta on vertailukelpoisuuden näkökulmasta perusteltua.

Hallitus ehdotti 14 sentin osakekohtaisen osingon jakamista tilikaudelta 2019, joka vastaa 168 % raportoidusta ja 65 % oikaistusta tuloksesta. Vincitin voitonjakopolitiikan tavoitteena on maksaa vähintään 30 % tuloksesta osinkoina.

Taserakenne

Vincit on ollut taseeltaan historiallisesti todella vahva. Yhtiö on yrityskaupoissa käyttänyt perinteisesti oman osakkeen ja käteisen yhdistelmää. Yhtiön omavaraisuusaste oli 2019 lopussa vertailukauden tasolla 71 %:ssa ja

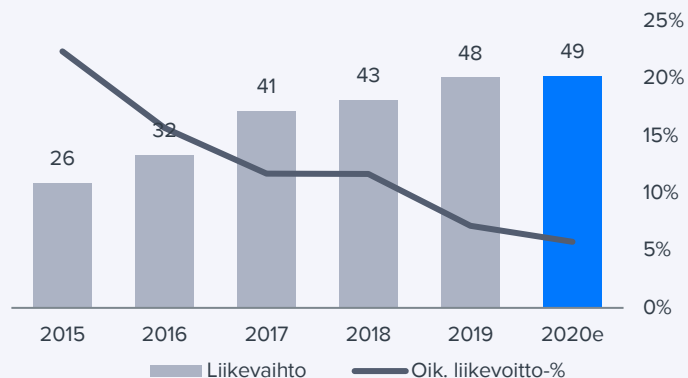
nettovelkaantumisaste -14 % (2018: -27 %). Yhtiön tase on terveellä pohjalla johtuen terveestä liiketoiminnasta ja vakaasta rahavirrasta.

Vincitin taseen suurimpia omaisuususeriä ovat aineettomat hyödykkeet ja saamiset, jotka vastasivat 45 % ja 40 % taseesta 2019 lopussa. Aineettomat hyödykkeet koostuvat pääosin liikearvosta (13 MEUR) ja kehittämismenoista (0,6 MEUR), joita yhtiö poistaa taseestaan. Vincit ei aktivoinut kehittämismenoja vuonna 2019. Liikearvoa on syntynyt taseeseen useiden yritysostojen myötä. Liikearvoa poistetaan 10 vuodessa tai noin 1,6 MEUR vuosittain. Yrityskauppojen kirjanpidollisista poistoista johtuen suosittelemme seuraamaan esittämiämme oikaistuja tunnuslukuja osakkeen arvosta tarkasteltaessa, jotta yhtiö olisi vertailukelpoinen muihin yhtiöihin nähden.

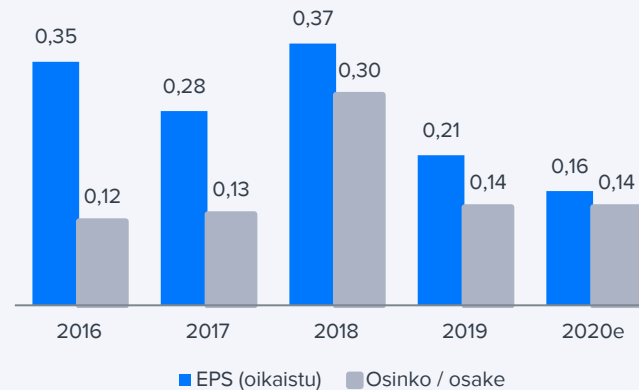
Vincitin vapaan operatiivisen kassavirran ja käyttökatteen suhdeluku on ollut keskimäärin 80 % vuosina 2013-2019 ja voimakkaaseen kasvuun nähden hyvä.

Historiallinen kehitys

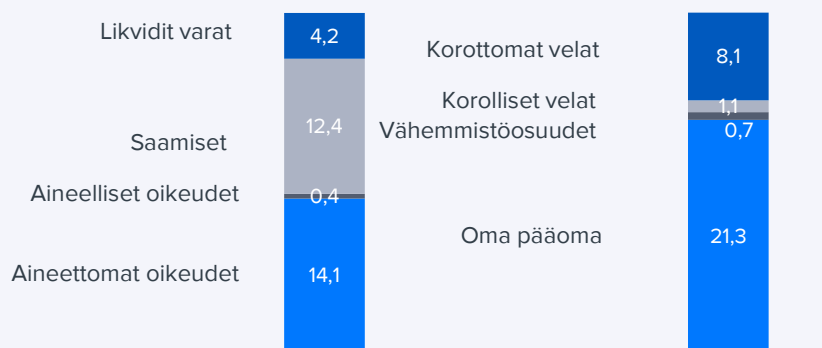
Liikevaihdon ja kannattavuuden kehitys



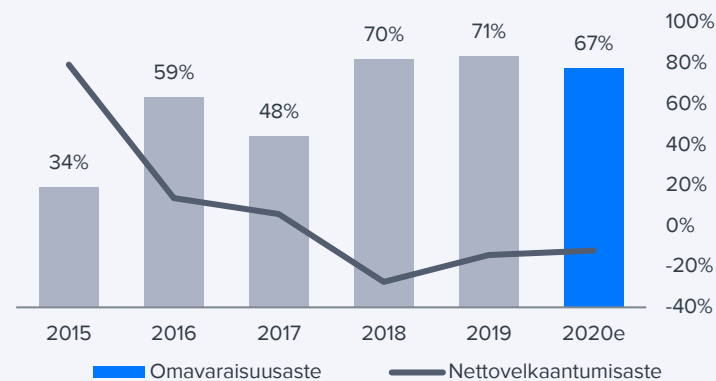
EPS / Osinko



Tase, 2019



Taseen avainlukujen kehitys



Ennusteet

Ennustemuutokset

Laskimme koronaviruksesta johtuvasta epävarmuudesta johtuen Vincitin liikevaihtoennusteita noin 5 % ja tulosenennusteita 5-40 % vuosille 2020-2022. Ennusteleikkaukset vuonna 2020 kohdistuivat pääasiassa Q2-Q4, ja mikäli epävarmuus jatkuu pidemmän aikaa muodostaa se luonnollisesti lisää laskupainetta ennusteisiin.

Ymmärryksemme mukaan vielä ei ole nähty suurempaa hidastumista Vincitillä tai IT-palvelusektorilla yleisesti. Vincit kertoi myös viime viikolla enakoivasti aloittavansa yt:t, jotta yhtiö on valmis, mikäli koronavaikutukset pahenevat (koko kommentti luettavissa [tästä](#)). Koronaviruksen pitkittyminen voi kuitenkin vaikuttaa odotettua negatiivisemmin asiakaskysyntään ja yhtiöiden kykyyn/tehokkuuteen toimittaa palveluita, laskien laskutusasteita ja vaikuttaen vivulla kannattavuuteen.

Yhtiö investoi edelleen voimakkaasti tuotteisiinsa

Vincit panostaa tällä hetkellä vuositasolla arviolta noin 5 MEUR:n (reilut 40 omaa henkilöä +alihankinta) edestä omiin tuotteisiinsa. Q2'19:lla yhtiö kertoi tutkivansa uudenlaisten rahoitusmallien käyttöä VincitEAM ja Vincit LaaS -liiketoimintojen edelleen kehittämiseksi. Q3:n yhteydessä yhtiö kertoi yhtiöittävänsä LaaS-liiketoiminnan ja etsivänsä sille ulkoista rahoitusta.

Vincit kertoi Q4:llä LaaS ja VincitEAM -liiketoimintojen edenneen suotuisasti. Yhtiö odottaa VincitEAMin kääntyvän kuluvan vuoden

aikana voitolliseksi uusien kauppojen ja toiminnan fokuusoitumisen myötä. LaaS vaatii liiketoiminnan luonteesta johtuen vielä reilusti rahoitusta, mutta liiketoiminta kehittyy suunnitelman mukaisesti. Yhtiö kertoi Q4-tulostilaisuudessa myös avaavansa mahdollisesti tuoteliiiketoimintojaan enemmän H1'20:lla, mikä voisi arviomme mukaan liittyä LaaS-liiketoiminnan tuleviin rahoitusjärjestelyihin.

Arvioimme Vincitin tuotteiden liikevaihdon olevan reilu 3 MEUR vuonna 2020, mikä painaa konsernin kannattavuutta vajaalla 2 MEUR:lla. Arvioimme EAM-tuotteen kasvavan parhaiten tällä hetkellä useamman tilauksen tukemana. LaaS-tuotteen liikevaihdon arvioimme olevan vain muutamia satoja tuhansia vuositasolla, minkä myötä se painaa edelleen Vincitin kannattavuutta. Arviomme mukaan tuotteista kokonaan tai osittain irtautuminen voi tapahtua 1-3 vuoden tähtäimellä.

Vuonna 2020 tulos laskee koronan myötä

Vincit ohjeistaa vuoden 2020 vertailukelpoisen liikevaihdon ja oikaistun liikevoiton kasvavan vuoteen 2019 verrattuna. Yhtiön vuoden 2020 fokus oli ydinliiketoiminnan kasvattaminen, minkä koronapandemia kuitenkin arviolta sekoittaa. Ennustamme liikevaihdon kasvavan vain 1 %:n kansainvälisen liiketoiminnan ja tuoteliiiketoimintojen tukemana vuonna 2020. Liikearvopoistoista oikaistun liikevoiton arvioimme laskevan 5,8 %:iin (2018: 7,2 %), ja olevan selvästi alle yhtiön noin 15 %:n potentiaalisen ja historiallisten tasojen. Näin oikaistu liikevoitto laskee arviolta 2,8 MEUR:oon viime vuoden 3,5 MEUR:sta ja yhtiö joutunee tulosvaroittamaan.

Arvioimme yhtiön pitävän osingon edellisvuoden tasolla 14 sentissä osakkeelta.

Vuodet 2021-2023

Arvioimme yhtiön liikevaihdon kasvua vetävän lähivuosina palveluliiketoiminnan ja alihankinnan kasvattaminen ja tuoteliiiketoimintojen luovan mielenkiintoisen lisäoption vahvemmalle kasvulle. Odotamme Vincitin liikevaihdon kasvavan 7 %, 6 % ja 5 % vuosina 2021-2023.

Arvioimme oikaistun liikevoitto-%:n olevan 9 %, 11 % ja 12 % vuosina 2021-2023 (2020e: 5,8 %). Kannattavuusparannusta ajaa ydinliiketoiminnan kasvun kautta parantuva laskuttavien resurssien osuuden kasvu sekä tuotepanostusten rasisituksen pienentyminen. Arviomme mukaan yhtiöllä on potentiaalia päästä noin 15 %:n oikaistun liikevoiton tasolle pitkällä aikavälillä palveluliiketoiminnassa. Yhtiön historialliset 20 %:n tasot ovat todennäköisesti haastavia saavuttaa huomioiden nykyinen normalisoitunut markkinatilanne ohjelmistokehityspalveluissa sekä Vincitin kasvanut kokoluokka.

Pitkän aikavälin ennusteet

Pitkällä aikavälillä odotamme Vincitin kasvun asteittain hidastuvan 4 %:iin vuonna 2028 ja terminaalioluetuksen olevan 2 %. Odotamme myös liikevoitto-%:n laskevan kohti sektorin keskimääristä tasoa ja olevan 9 % vuodesta 2026 eteenpäin.

Ennusteet vuositasolla ja avainluvut

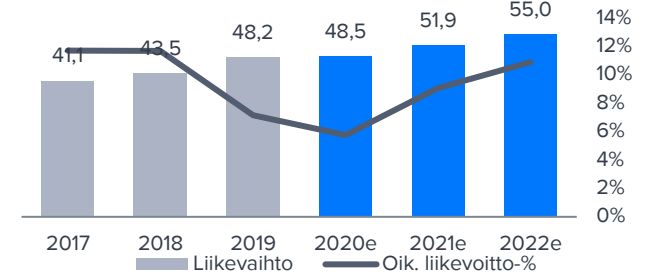
Lyhennetty tuloslaskelma	2015	2016	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e	2023e
Liikevaihto	26,1	32,1	41,1	43,5	48,2	48,5	51,9	55,0	57,8
Käyttökate (EBITDA)	7,9	6,6	6,1	5,9	4,3	3,7	5,6	6,9	7,7
Oikaistu liikevoitto (EBIT)	5,8	5,0	4,8	5,1	3,5	2,8	4,7	6,0	6,8
Liikevoitto (EBIT)	5,5	4,4	4,4	4,1	1,9	1,2	3,1	4,4	5,2
Tulos ennen veroja	5,3	3,1	4,1	7,8	1,7	1,0	3,1	4,3	5,1
Nettotulos	4,0	2,2	2,7	6,3	1,0	0,4	1,9	2,9	3,5
Osakekohtainen tulos	232	0,3	0,28	0,37	0,21	0,16	0,29	0,37	0,42
Vapaa kassavirta	-3,8	0,9	1,1	3,3	-1,7	1,9	3,6	4,6	5,3

Avainluvut	2015	2016	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e	2023e
Liikevaihdon kasvu-%	182,8 %	23,0 %	28,3 %	5,6 %	10,9 %	0,6 %	7,0 %	6,0 %	5,0 %
Käyttökate-%	30,3 %	20,7 %	14,9 %	13,6 %	9,0 %	7,6 %	10,8 %	12,6 %	13,4 %
Oik. liikevoitto-%	22,4 %	15,7 %	11,7 %	11,7 %	7,2 %	5,8 %	9,1 %	10,9 %	11,8 %
Liikevoitto-%	21,3 %	13,7 %	10,6 %	9,5 %	3,9 %	2,5 %	6,0 %	8,0 %	9,0 %
ROE-%	70,4 %	25,3 %	20,7 %	36,0 %	4,7 %	1,8 %	9,7 %	14,1 %	16,0 %
ROI-%	60,5 %	32,9 %	27,3 %	19,8 %	8,0 %	5,3 %	14,0 %	19,1 %	21,3 %
Omavaraisuusaste	33,9 %	59,2 %	48,1 %	69,9 %	70,6 %	67,3 %	66,2 %	66,2 %	66,6 %
Nettovelkaantumisaste	79,4 %	13,8 %	5,9 %	-27,4 %	-14,2 %	-11,9 %	-18,8 %	-28,6 %	-38,4 %

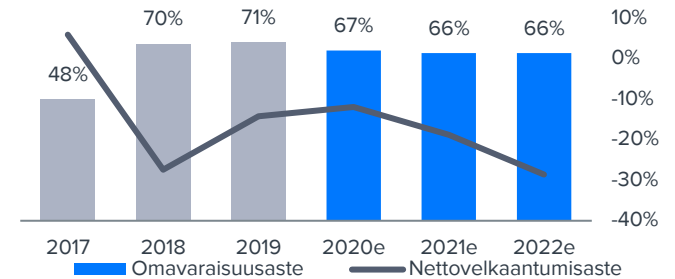
Osakelukuja	2015	2016	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e	2023e
EPS (oikaistu)	231,6	0,35	0,28	0,37	0,21	0,16	0,29	0,37	0,42
Kassavirta / osake	-203,36	0,08	0,09	0,29	-0,14	0,16	0,30	0,38	0,44
Osinko / osake	64,1	0,12	0,13	0,30	0,14	0,14	0,15	0,17	0,18
Omapääoma / osake	313,7	1,03	1,27	1,84	1,77	1,63	1,65	1,74	1,86

Lähde: Inderes

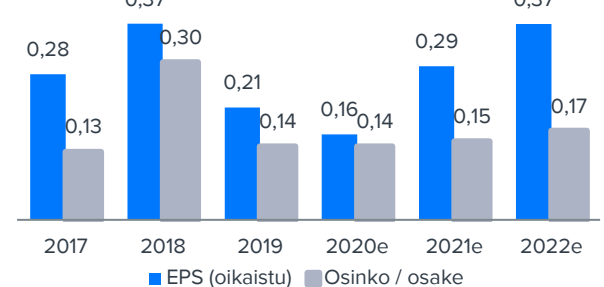
Liikevaihdon ja kannattavuuden kehitys



Taseen avainlukujen kehitys



EPS / Osinko



Arvonmääritys 1/4

Arvoajurit

Vincit on palaamassa profiililtaan IT-palveluyhtiöiden kärkipäähän viime vuosien murrosvaiheen jälkeen. Yhtiö operoi pääpainoisesti markkinan kasvavilla segmenteillä kilpailukykyisellä toimintamallilla.

Tuoteliiketoiminnot ovat luonteeltaan lähinnä optioita yhtiön osakkeessa. Lyhyellä tähtäimellä korona kuitenkin luo suuria tummia pilviä taivaalle.

Arviomme mukaan Vincitin osakkeen arvonmuodostus tulee edelleen perustumaan orgaanisen ja epäorgaanisen kasvun, sekä kannattavuusparannuksen tuomaan tuloskasvupotentiaaliin, sekä tuoteliiketoimintojen kasvukehitykseen. Keskipitkällä aikavälillä näemme arvonnousupotentiaalia yhtiön omien tuotteiden jatkuvan ja skaalautuvan potentiaalin myötä. Onnistuessaan nämä tukevat arvostusta niin liikevaihdon kasvun, kannattavuuden, kuin myös hyväksyttävän arvostuksen nousun tai kertaluonteisen myyntivoiton kautta.

Näkemyksemme mukaan Vincitin arvostusta tukevat seuraavat tekijät:

- Markkinan vahvat kysyntäfundamentit Vincitin osaamisalueilla.
- Vincitin kyky vastata kysyntään rekrytoinneilla ja hyvällä työnantajakuvalle myös kilpaillussa markkinatilanteessa.
- Kannattavuusparannus kohti yhtiön historiallista tasoa.
- Matalariskinen liiketoimintamalli, jossa kannattavuus on ollut pitkällä aikavälillä vahvaa, eikä yhtiö kanna merkittäviä

projektiriskejä.

- Kaupallistamisvaiheessa olevat skaalautuvat omat tuotteet, jotka tukevat onnistuessaan arvostusta kasvun, kannattavuuden ja hyväksyttävän arvostustason kautta.

Vastaavasti näkemyksemme mukaan sijoittajan kannalta Vincitiin liittyviä keskeisiä riskejä ja arvostukseen negatiivisesti vaikuttavia tekijöitä ovat seuraavat:

- Yhtiöllä on takana merkittävä murrosvaihe ja toistaiseksi vielä rajallisesti näyttöjä siitä, että käänne parempaan on kestäväällä pohjalla.
- Nykyisen suotuisan markkinakysynnän kääntyminen, sillä yhtiön liiketoimintamallin jatkuvuus on vielä kohtalaisen heikko.
- Yhtiön pieni koko ja osakkeen heikko likviditeetti.
- Yhtiöllä ei vielä ole selkeitä vahvoja tai kestäviä kilpailuetuja ja liiketoimintamallin skaalautuvuus on rajallinen.
- Yhtiön uusien jatkuvien ja skaalautuvien tuotteiden kaupallistamisessa on vielä epävarmuutta.
- Yrityskauppojen integraatioon ja kansainvälistymiseen liittyvät riskit.
- Merkittävin riski lyhyellä tähtäimellä liittyy koronapandemian vaikutuksiin, joka voi vaikuttaa ennustettua voimakkaammin asiakkaiden kysyntään ja/tai yhtiön toimituskykyyn

Vertailuryhmä

Käytämme Vincitin vertailuryhmänä Suomessa ja Pohjoismaissa listattuja IT-palveluyhtiöitä. Sijoitusprofiililtaan yhtiölle läheisiä verrokkeja Suomessa ovat Siili ja Gofore sekä Ruotsissa HiQ International.

Yleisesti pidämme IT-palveluyhtiöitä edelleen houkuttelevana sektorina omistaa johtuen alan vahvoista kysyntäfundamenteista lähivuosille. IT-palvelusektorin arvostustasot ovat kuitenkin nousseet viimeisen parin vuoden aikana selvästi piristyneen kysyntänäkymien sekä yrityskauppojen vetämänä. Lisäksi viime aikoina kiristynyt osaajakilpailu on nostanut tummia pilviä kasvun ja kannattavuuden kehityksen suhteen. Yhtiöiden välisten erojen hajonta on kuitenkin edelleen suhteellisen suurta ja kuvastaa näkemyksemme mukaan yhtiöiden eri strategioita ja niiden implementointien eri vaiheita.

IT-markkinan murroksesta kärsineitä yhtiöitä tai heikomman tuloksen yhtiöitä (kuten Innofactor ja Solteq) on hinnoiteltu selvästi muuta joukkoa maltillisemmin ja alle 1x EV/liikevaihto -kertoimen tasolle. Näiden yhtiöiden jatkuvan liiketoiminnan tuomat vahvuudet nousevat kuitenkin nykyisessä kireässä osaajamarkkinassa vahvemmin esille. Vastaavasti esimerkiksi Goforen ja HiQ:n suhteelliset arvostukset ovat olleet huomattavasti korkeammalla, jopa noin 1,5x EV/liikevaihto -kertoimen tasolla, joka kuvaa yhtiöiden parempaa kannattavuutta ja kasvua sekä voimakasta tuloskasvua, jonka kestävyys on kuitenkin entistä haastavampaa nykyisessä markkinaympäristössä.

Arvonmääritys 2/4

Vincitiä hinnoitellaan tulos pohjaisesti alle vertailuryhmän vuoden 2020 P/E-kertoimella. EV/Liikevaihto - kertoimen osalta yhtiön hinnoittelu on noin 20 % vertailuryhmän tasoa alempi, mikä heijastelee yhtiön verrokkeja heikompaa kannattavuutta. Osinkotuoton vertaaminen verrokkiryhmän sisällä ei välttämättä anna oikeaa kuva arvonluonnista, sillä jotkut investoivat kasvuun, toiset profiloituvat selkeästi osinkoyhtiöiksi ja monet ovat näiden yhdistelmä.

Arvostuskertoimiin pohjautuva arvostus

EPS-kasvu on yksi keskeisiä Vincitissä seuraamiemme mittareita, sillä se huomioi osittain vähemmistöomistuksen laimentavan vaikutuksen ja osittain osakevaihdolla tehtyjen yrityskauppojen laimennusvaikutuksen. EPS-kasvu heijastuu yhtiön osakkeeseen markkinan hinnoittelussa yhtiötä osin P/E-luvun kautta. Mitä kovempaan EPS-kasvuun yhtiö yltää, sitä korkeammat kertoimet sille voidaan hyväksyä. Lisäksi mitä korkeampaan orgaaniseen liikevaihdon kasvuun yhtiö yltää, sitä korkeampi P/E sille voidaan hyväksyä suhteessa vertailuryhmään. EV/EBIT-kerrointa käytettäessä oikaisemme liikearvopoistot ja sovellamme arvostukseen pientä alennusta johtuen tulosta laimentavasta vähemmistöosuudesta. EV/EBITDA kertoimen vertailukelpoisuutta verrokkien vaikeuttaa edellä mainittujen syiden lisäksi IFRS- ja FAS-kirjanpitosääntöjen erot ja tästä johtuen kyseisen kertoimen informaatioarvo voi jäädä heikoksi.

Vincitin vuosien 2020-2021e P/E-kertoimet ovat 19x ja 10x, ja olettamillamme tuoteliiketoimintojen

panostuksilla oikaistuna kerroin painuu tuntuvasti 8-10x tasolle.

Vertailuryhmän mediaani P/E-kerroin vuodelle 2020 on 12x ja EV/EBIT-kerroin 10x. Keskeisiä arvostuskertoimia tarkastellessa Vincitin lähimpien verrokkien Siilin ja Goforen kertoimet ovat hieman alle tai linjassa vertailuryhmän kanssa, sekä suhteellisen hyvin linjassa Vincitiin vuoden 2021 kertoimilla.

Näkemyksemme mukaan Vincitin nykyinen arvostus on P/E- ja EV/EBIT-kertoimien valossa on houkutteleva, kun huomioidaan yhtiön vahva tuloskasvupotentiaali ja tuoteliiketoimintojen aliarvostus. Yhtiön odotettu tuloskasvu on sektoria parempaa ja hyväksymme näin ollen yhtiölle hieman verrokkeja korkeamman arvostuksen.

Arvostustaso	2020e	2021e	2022e
Markkina-arvo	37	37	37
Yritysarvo (EV)	36	34	32
P/E (oik.)	18,7	10,4	8,2
P/E	>100	19,1	12,7
EV/Liikevaihto	0,7	0,7	0,6
EV/EBIT (oik.)	12,7	7,3	5,3
Osinko/tulos (%)	455 %	94 %	71 %
Osinkotuotto-%	4,6 %	4,9 %	5,6 %

Lähde: Inderes

Verrokkiryhmän arvostus	EV/Liikevaihto		P/E	
	2020e	2021e	2020e	2021e
Yhtiö				
Solteq	0,9	0,9	16,8	12,8
Innofactor	0,6	0,5	23,6	10,7
Nixu	1,1	0,9	148,0	26,4
Bouvet	1,3	1,2	15,5	14,0
Know IT	0,7	0,6	8,5	7,8
Enea	2,5	2,4	12,2	11,5
Tieto	1,1	1,1	8,6	7,8
HIQ	0,9	0,9	10,5	9,9
Digia	0,8	0,8	10,7	9,8
Siili	0,6	0,6	12,9	9,8
Gofore	0,8	0,8	11,2	9,6
Vincit (Inderes)	0,7	0,7	18,7	10,4
Mediaani	0,9	0,9	12,2	9,9
Erotus-% vrt. mediaani	-20 %	-24 %	53 %	6 %

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

Arvonmääritys 3/4

Tuoteliiiketoimintojen vaikutus arvostukseen

Vincitin tuotehankkeisiin sitoutuu tällä hetkellä reilut 40 omaa henkilöä, ja yhtiö panostaa vuositasaan arviolta noin 5 MEUR:n edestä omiin tuotteisiin, jotka ovat hyvin itsenäisiä palveluliiketoiminnasta irrallisia liiketoimintoja. Yhteensä arvioimme yhtiön investoineen EAM-tuotteeseen yli 5 MEUR ja LaaS-tuotteeseen yli 2 MEUR.

Tuoteliiiketoimintojen panostukset painavat edelleen liikevoittoa, mikä on tehnyt Vincitin kokonaisuuden tulkinnasta ja hinnoittelusta markkinoille vaikeaa. Vuosina 2020-2021 arvioimme tuoteliiiketoimintojen painavan tulostasoa 1,7 MEUR ja 1,4 MEUR.

Arviomme mukaan nykyinen osakekurssi hinnoittelee negatiivisen arvon yhtiön tuoteliiiketoiminnoille ja odotamme tuoteliiiketoimintojen strategisen roolin selkiytymisen purkavan poikkeuksellisen tilanteen osakkeen arvostuksessa. Lisäksi mahdolliset tuoteliiiketoimintojen irtautumiset poistaisivat tuoteliiiketoimintojen liikevoittorasitteen ja antaisivat Vincitille todennäköisesti kertaluonteisen myyntivoiton, mikä muuttaisi osakkeen arvostuskuvaa nykyiseen nähden huomattavasti paremmaksi. Arvioimme yhtiön ratkovan tuoteliiiketoimintoihin liittyviä strategisia valintoja ja antavan lisätietoja tuotteista mahdollisesti jo H1:n aikana.

Osien summa

Osakkeen arvostuksen hahmottamisen ollessa tällä hetkellä haastavaa, kun ydinliiketoiminta ja tuoteliiiketoiminta on paketoituna yhteen, tarkastelemme arvostusta myös osien summan näkökulmasta. Osien summan käyttöä puoltaa myös oletus, että liiketoiminnat ovat irrotettavissa toisistaan.

Tuotteiden liikevaihtojakauma on alussa voimakkaammin projektipainotteista, miksi hyväksymme yhtiölle alussa pienemmän 3x EV/liikevaihto-kertoimen. Tuotteiden jatkuvan liikevaihdon lisääntyä voidaan tuotteille asteittain alkaa hyväksymään SaaS-yhtiöiden vastaavia kertoimia (> 5x EV/S). Listaamattomista alkuvaiheen SaaS-kasvuaihioista on maksettu huomattavasti edellä mainittua korkeampia kertoimia, mutta tämä edellyttäisi näyttöjä tuotteiden vahavasta kasvusta.

Palveluliiketoiminnalle olemme hyväksyneet varovaisesti sektoria matalamman 11x P/E-kertoimen.

Osien summan kautta saamme yhtiölle yllä olevia parametreja ja ennusteita käyttäen selkeästi nykyistä korkeamman 48-66 MEUR:n markkina-arvon, mikä vastaa noin 4,5 euron osakekohtaista hintaa.

Tuotteet	2020e	2021e	2022e
Liikevaihto yhteensä	3,2	3,8	4,9
Palveluliiketoiminta	2020e	2021e	2022e
Liikevaihto yhteensä	45,4	48,1	50,2
Liikevoitto	4,5	6,1	6,9
Nettotulos	3,0	4,3	4,9
Arvostus, tuotteet	2020e	2021e	2022e
EV/S 3x	9,5	11,4	14,6
EV/S 5x	15,8	19,0	24,3
Arvostus, palveluliiketoiminta	2020e	2021e	2022e
P/E 12x	35,8	51,7	58,8
Nykyarvo 8 %:n tuottovaateella	35,8	47,9	50,4
Arvostus, yhteensä	45,2	57,8	61,4
per osake	3,7	4,8	5,1

Arvonmääritys 4/4

DCF-analyysi

DCF-mallimme velaton arvo (EV) Vincitille on 64 MEUR, mikä vastaa 5,4 euron osakekohtaista arvoa. Malli olettaa yhtiön liikevaihdon kasvun laskevan 7 %:sta vuonna 2021 asteittain 4 %:iin vuonna 2028 ja olettaen 2 %:n kasvua terminaalissa. Liikevoitto-%:n (oik.) ennustamme nousevan 11-12 %:iin vuosina 2022-2023 ja laskevan tämän jälkeen kohti sektorin keskimääräistä tasoa ja olevan 9 % terminaalissa. Ikuisuusoletuksen painoarvo arvonmäärityksessä on 50 %. Käyttämämme diskonttauskorko (WACC) on 8,3 %.

Osakkeen tuotto-odotuksen komponentit

Tarkastelemme myös Vincitin osakkeen tuotto-odotusta tuloskasvun, osinkotuoton ja hyväksytyn arvostuskertoimen näkökulmasta.

Arviomme mukaan yhtiöllä on lähivuosina edellytykset noin 30 %:n vuotuisen tuloskasvuun (vuoden 2020e nähden) perustuen heikkoon vertailukauteen, hieman IT-markkinaa nopeampaan kasvuun, organisaation tehokkuuden parantumiseen sekä vastavoimana toimiviin osaajakilpailuun ja kustannusinflaatioon. Osinkotuotto on 5-6 % ja verrokkien tasolla, yhtiön vahva tase ja rahavirta antavat edellytykset korkeaan voitonjakoon, mutta tuoteinvestoinnit syövätsen osan potentiaalista.

Vincitin lähivuosien arvostuskertoimissa on näkemykseemme mukaan selvää nousuvaraa. Tuotteiden tulosrasitus painaa arvostusta ja kuittaa näkemykseemme mukaan yhtiön pienestä

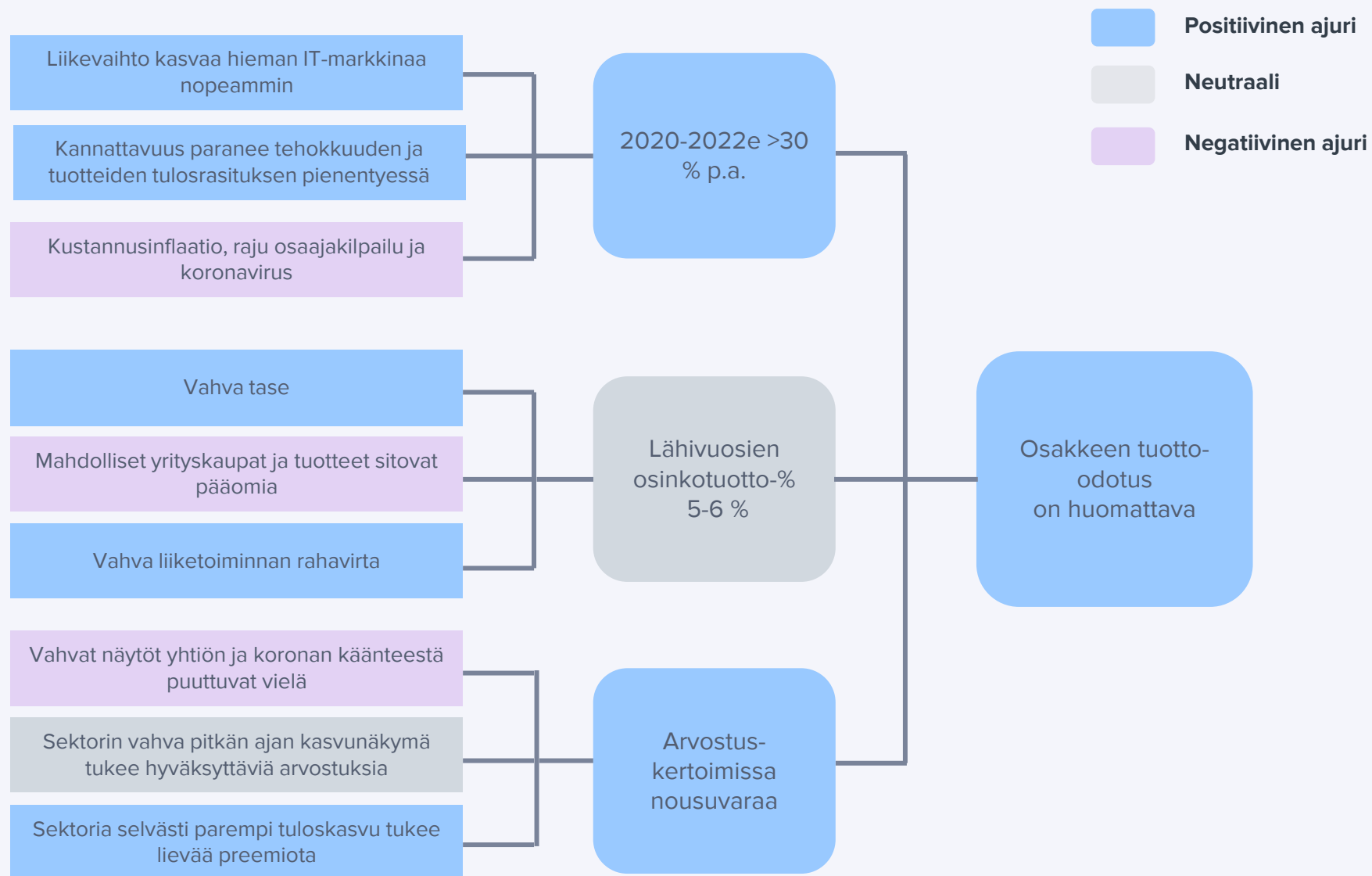
koosta johtuvan ”verrokkiryhmä-”alennuksen”. Toisaalta sektoria parempi tuloskasvu vuosina 2021-2022 puoltaa lievää preemiota. Lisäksi mikäli yhtiö onnistuu tuotteiden kaupallistamisessa voidaan paremman skaalautumisen myötä yhtiölle hyväksyä hieman sektoria korkeampi arvostus. Hyväksymme yhtiölle edellä mainituin perusteluin noin 10 %:n sektoria korkeamman arvostuksen.

Koronaepävarmuuden (markkinariski) mahdollisesti laskiessa tukee myös tämä arvostuskertoimien nousua. Näin ollen osakkeen tuotto-odotus muodostuu osinkotuotosta, tuloskasvusta ja arvostuskertoimista hyvin houkuttelevaksi.

Arvostuksen yhteenveto

Kaikki käyttämämme arvostusmenetelmät indikoivat nykykurssia korkeampaa tai huomattavasti korkeampaa arvostusta. Koronaepävarmuus on kuitenkin niin laaja ja vaikeasti hahmotettavissa vielä tällä hetkellä, että se pitää myös meidän näkemyksemme hieman maltillisempana. Näkemyksemme mukaan Vincitin riskikorjattu tuotto-odotus puoltaa kuitenkin lisää-suosituksen toistamista.

Osaketuoton ajurit 2020e-2022e



Vertailuryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Osakekurssi	Markkina-arvo MEUR	Yritysarvo MEUR	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%	
				2020e	2021e	2020e	2021e	2020e	2021e	2020e	2021e	2020e	2021e
Solteq	1,09	21	53	15,0	13,1	6,2	5,8	0,9	0,9	16,8	12,8	4,1	5,0
Innofactor	0,59	22	38	19,0	12,6	6,3	6,3	0,6	0,5	23,6	10,7		
Nixu	7,40	55	62	61,9	20,6	20,6	12,4	1,1	0,9	148,0	26,4	0,5	0,7
Bouvet	320,00	273	252	11,5	10,4	9,2	8,3	1,3	1,2	15,5	14,0	7,0	7,8
Know IT	123,00	213	214	6,6	6,1	5,4	5,0	0,7	0,6	8,5	7,8	6,4	6,8
Enea	110,50	215	238	11,2	10,5	8,2	7,6	2,5	2,4	12,2	11,5		2,7
Tieto	18,10	2143	3228	9,7	8,9	7,0	6,5	1,1	1,1	8,6	7,8	7,1	7,7
HIQ	32,70	164	159	7,8	7,4	6,5	6,2	0,9	0,9	10,5	9,9	11,3	11,5
Digia	3,69	99	122	9,9	9,1	6,7	6,5	0,8	0,8	10,7	9,8	3,5	4,3
Siili	7,76	54	54	9,0	7,7	6,0	5,4	0,6	0,6	12,9	9,8	5,2	6,4
Gofore	5,30	74	58	8,3	6,5	6,5	5,3	0,8	0,8	11,2	9,6	5,0	5,0
Vincit (Inderes)	3,05	37	36	12,7	7,3	9,6	6,1	0,7	0,7	18,7	10,4	4,6	4,9
Mediaani				9,9	9,1	6,5	6,3	0,9	0,9	12,2	9,9	5,2	5,7
Erotus-% vrt. mediaani				29 %	-20 %	47 %	-3 %	-20 %	-24 %	53 %	6 %	-12 %	-14 %
Mediaani (Siili, Gofore ja HIQ)				8,3	7,4	6,5	5,4	0,8	0,8	11,2	9,8	5,2	6,4
Erotus-% vrt. Mediaani (Siili, Gofore ja HIQ)'				53 %	-1 %	49 %	13 %	-10 %	-12 %	67 %	7 %	-12 %	-24 %

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

Kassavirtalaskelma

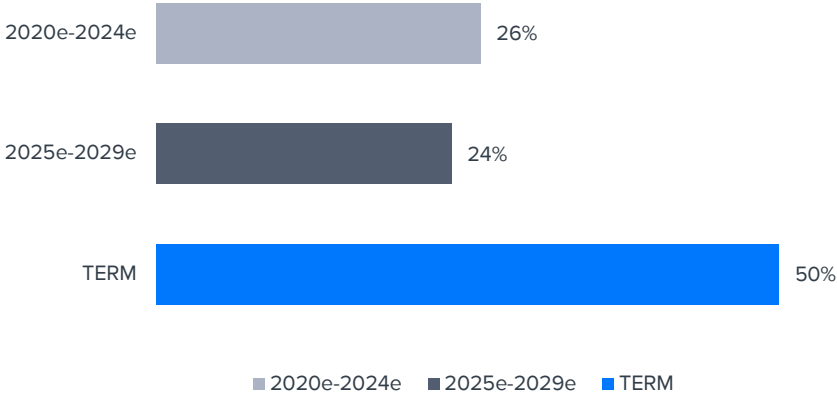
DCF-laskelma	2019	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	TERM
Liikevoitto	1,9	1,2	3,1	4,4	5,2	6,1	6,4	6,0	5,5	5,7	5,8	
+ Kokonaispoistot	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5	2,6	2,6	2,6	2,6	2,6	1,0	
- Maksetut verot	-0,3	-0,2	-0,7	-1,0	-1,1	-1,3	-1,4	-1,3	-1,2	-1,2	-1,3	
- verot rahoituskuluista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
+ verot rahoitustuotoista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Käyttöpääoman muutos	-0,5	-0,5	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,2	-0,3	-0,3	-0,1	
Operatiivinen kassavirta	3,4	3,0	4,6	5,7	6,3	7,0	7,2	7,0	6,6	6,8	5,5	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoninvestoinnit	-5,1	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0	-1,1	-1,1	-1,1	-1,2	
Vapaa operatiivinen kassavirta	-1,7	1,9	3,6	4,6	5,3	6,0	6,2	5,9	5,5	5,7	4,3	
+/- 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	-1,7	1,9	3,6	4,6	5,3	6,0	6,2	5,9	5,5	5,7	4,3	69,7
Diskontattu vapaa kassavirta		1,8	3,1	3,7	3,9	4,1	3,9	3,5	3,0	2,8	2,0	32,0
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		63,7	62,0	58,8	55,1	51,2	47,1	43,2	39,7	36,8	33,9	32,0
Velaton arvo DCF		63,7										
- Korolliset velat		-1,1										
+ Rahavarat		4,2										
-Vähemmistöosuus		-1,3										
-Osinko/pääomapalautus		0,0										
Oman pääoman arvo DCF		65,6										
Oman pääoman arvo DCF per osake		5,4										

Pääoman kustannus (wacc)

Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	25,0 %
Vieraan pääoman kustannus	5,0 %
Yrityksen Beta	1,10
Markkinoiden riski-premio	4,75 %
Likviditeettipremio	1,50 %
Riskitön korko	3,0 %
Oman pääoman kustannus	9,7 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	8,3 %

Lähde: Inderes

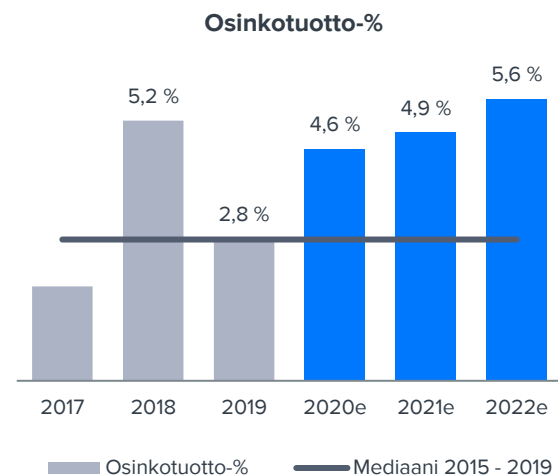
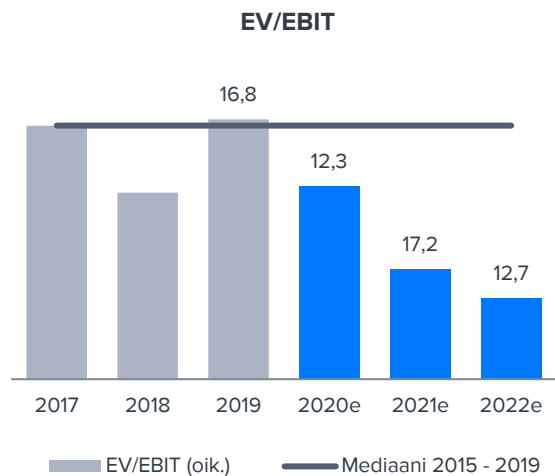
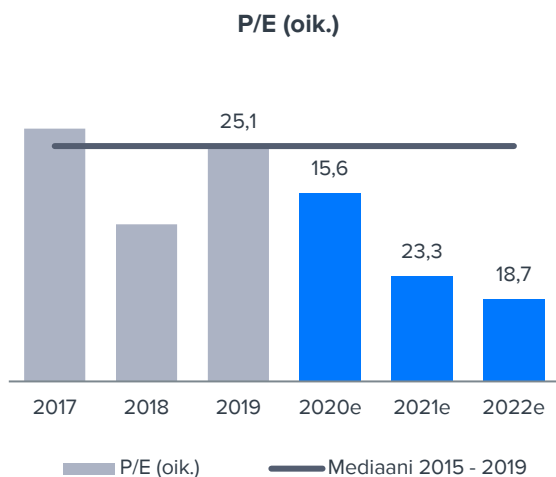
Rahavirran jakauma jaksoittain



Arvostus yhteenveto

Arvostustaso	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e	2023e
Osakekurssi	6,95	5,82	5,00	3,05	3,05	3,05	3,05
Osakemäärä, milj. kpl	11,2	11,5	12,1	12,1	12,1	12,1	12,1
Markkina-arvo	78	67	60	37	37	37	37
Yritysarvo (EV)	81	63	59	36	34	32	29
P/E (oik.)	25,1	15,6	23,3	18,7	10,4	8,2	7,2
P/E	29,4	10,5	60,0	>100	19,1	12,7	10,6
P/Kassavirta	74,2	20,3	neg.	19,3	10,2	7,9	6,9
P/B	5,5	3,2	2,8	1,9	1,8	1,7	1,6
P/S	1,9	1,5	1,3	0,8	0,7	0,7	0,6
EV/Liikevaihto	2,0	1,4	1,2	0,7	0,7	0,6	0,5
EV/EBITDA (oik.)	13,2	10,6	13,7	9,6	6,1	4,6	3,8
EV/EBIT (oik.)	16,8	12,3	17,2	12,7	7,3	5,3	4,3
Osinko/tulos (%)	55,0 %	54,2 %	167,9 %	455,4 %	93,8 %	70,7 %	62,3 %
Osinkotuotto-%	1,9 %	5,2 %	2,8 %	4,6 %	4,9 %	5,6 %	5,9 %

Lähde: Inderes



IT-palveluyhtiöiden markkinaennusteita

IT-palveluyhtiöiden ennusteet	Liikevaihdon kasvu			EBIT-%			EPS kasvu			Keskimääräinen kasvu 2020-2022 (CAGR)		
	2020e	2021e	2022e	2020e	2021e	2022e	2020e	2021e	2022e	Liikevaihto	EBIT	EPS
Tieto	73 %	2 %	2 %	11 %	12 %	11 %	107 %	10 %	4 %	22 %	26 %	33 %
Solteq	-2 %	5 %	4 %	6 %	7 %	8 %	-57 %	31 %	47 %	2 %	-4 %	-6 %
Digia	11 %	5 %	2 %	8 %	9 %	9 %	27 %	10 %	9 %	6 %	13 %	15 %
Innofactor	4 %	3 %	3 %	3 %	4 %	6 %	120 %	120 %	55 %	3 %	n.a.	n.a.
Gofore	11 %	9 %	7 %	10 %	12 %	11 %	44 %	16 %	9 %	9 %	16 %	22 %
Vincit	8 %	6 %	7 %	6 %	7 %	8 %	220 %	26 %	15 %	7 %	37 %	67 %
Siili	9 %	7 %	5 %	7 %	7 %	9 %	67 %	33 %	22 %	7 %	34 %	39 %
Nixu	10 %	16 %	12 %	2 %	5 %	6 %	-110 %	460 %	68 %	13 %	n.a.	n.a.
HIQ	3 %	5 %	5 %	12 %	12 %		-1 %	6 %		4 %		
KnowIT	6 %	7 %	7 %	10 %	10 %		19 %	9 %		7 %		
Enea	3 %	6 %	9 %	23 %	23 %	26 %	7 %	7 %	24 %	6 %	6 %	12 %
Atos	3 %	2 %	3 %	10 %	10 %	10 %	124 %	7 %	5 %	3 %	15 %	36 %
IBM	2 %	2 %	3 %	17 %	18 %	19 %	24 %	6 %	6 %	2 %	7 %	12 %
Accenture	6 %	7 %	7 %	15 %	15 %	15 %	7 %	9 %	9 %	7 %	8 %	8 %
CGI	4 %	4 %	0 %	15 %	16 %	16 %	12 %	9 %	1 %	3 %	5 %	7 %
Wipro	4 %	5 %	6 %	17 %	17 %	17 %	13 %	5 %	7 %	5 %	7 %	8 %
Tata	8 %	9 %	9 %	25 %	25 %	25 %	5 %	9 %	9 %	8 %	8 %	8 %
Capgemini	6 %	5 %	3 %	12 %	12 %	12 %	35 %	11 %	12 %	5 %	11 %	19 %
Suomalaiset mediaani	10 %	6 %	4 %	6 %	7 %	9 %	55 %	28 %	18 %	7 %	21 %	28 %
Pohjoismaiset mediaani	7 %	6 %	5 %	9 %	9 %	9 %	36 %	13 %	18 %	6 %	16 %	28 %
Globaalit mediaani	5 %	5 %	4 %	16 %	17 %	17 %	12 %	9 %	8 %	5 %	8 %	8 %
Kaikki mediaani	6 %	5 %	5 %	11 %	12 %	11 %	22 %	9 %	9 %	6 %	10 %	14 %

Lähde: Reuters ja Inderes (Pohjoismaiset sis. lisäksi HIQ, Knowit, Evry, Acando, Enea, Atos sekä kansainvälisesti IBM, Accenture, CGI, Wipro, Tata ja Capgeminin)

IT-palvelusektorin yrityskauppoja pohjoismaissa

Päivämäärä	Ostaja	Kohde	Liikevaihto	EBITDA	EBITDA-%	Henkilöstö	Enterprise Value	EV/Sales	EV/EBITDA
			MEUR	MEUR			MEUR		
Nov-19	Solita	Ferrologic	13,1			100			
Nov-19	Fellowmind	eCraft ja Orango							
Jun-19	Tieto	Evry	1290	180	14 %	9400		1,4x	9x
Jun-19	Digia	Accountor Enterprise Solutions	12,7	0,8		114	9,0	0,7x	6x
May-19	Eficode	Praqma (SE, NO, DK)	5,5			46			
Mar-19	Nixu	Ezenta (DK)	8,8					0,7x-0,9x	
Mar-19	Nixu	Vesper Group (SE)	2					1,0	
Mar-19	CGI (tarjous)	Acando (SE ja 2018 tot. luvut)	280	28	10 %	2100	410	1,5x	14,6x
Feb-19	Digia	Starcut	~1,5		~5 %	19			
Feb-19	Gofore	Silver Planet	7,2	1,8	0,3	40	10,8	1,5x	6,0x
Jan-19	eCraft	Evry (Fi - Dynamics toiminnot)				40			
Jan-19	Vincit	LeanCraft	3,0	>1	>30%		5,5	1,8x	5,5x
Oct-18	Elisa	Fenix Solutions	2,7	0,6	>20%		4,5-5,4	1,7x-2,0x	7,5x-9,0x
Aug-18	Infosys	Fluidio	18,0				65,0	3,6	
Aug-18	Digia	Mavisystems Oy	3,2			34			
Aug-18	Gofore	Solinor	4,0	0,5	0,1	50	4,0	1,0x	7,7x
Aug-18	Siili	Vala Group (Siilin omistus 60 %)	5,8	1,4	0,2	80	6,0	1,7	7,0
Apr-18	Apax Digital Fund	Solita	76,1			650			
Mar-18	Digia	Avarea	3,6			41			
Apr-18	Sofigate	Csolutor (FI)	6,9			50			
Jan-18	Sofigate	Headstart (FI)	5,0						
Jan-18	Solteq	TM United A/S (DK)	4,8	0,5	0,1	35	3,5	0,7x	7,3x
Dec-17	Digia	Integration House	1,8			21			
Oct-17	Tieto	Avega (SE)	45,5			350	51,0	1,1x	
Sep-17	CGI	Affecto	125	6,4	0,1	1020	100,3	0,8x	15,7x
Aug-17	Visma	Infrastone	2,8			15			
Jun-17	Solteq	InPulse	4,9	0,3	0,1	60	3,5	0,7x	12x-
Jun-17	Nixu	Bitsec (SE)	2,5			20	3,1	1,2x	
May-17	Siili	Omenia	3,0	0,5	0,2	28	1,7-3,0	0,6x-1,0x	3,4x-6,0x
May-17	Nixu	Expert Solution Support Center (NED)	3,1				2,2	0,7x	
May-17	Digia	Omni Partners (ja Nord Software)	3,9			52			
Apr-17	Gofore	Leadin	3,8	0,4	0,1	43			
Apr-17	Eficode	Adage	2,6			24			
Mar-17	Solita	Palmu	7,6			62			
Feb-17	Capgemini	Idean	25,0			170			

Vincit tiivistelmä

Tuloslaskelma	2017	2018	2019	2020e	2021e
Liikevaihto	41,1	43,5	48,2	48,5	51,9
Käyttökate	6,1	5,9	4,3	3,7	5,6
Liikevoitto	4,4	4,1	1,9	1,2	3,1
Voitto ennen veroja	4,1	7,8	1,7	1,0	3,1
Nettovoitto	2,7	6,3	1,0	0,4	1,9
Kertaluontoiset erät	-0,5	-1,0	-1,6	-1,6	-1,6

Tase	2017	2018	2019	2020e	2021e
Taseen loppusumma	30,4	31,0	31,2	30,4	31,3
Oma pääoma	14,6	21,6	22,0	20,4	20,7
Liikearvo	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettovelat	0,9	-5,9	-3,1	-2,4	-3,9

Kassavirta	2017	2018	2019	2020e	2021e
Käyttökate	6,1	5,9	4,3	3,7	5,6
Nettokäyttöpääoman muutos	1,2	-0,4	-0,5	-0,5	-0,3
Operatiivinen kassavirta	6,3	5,2	3,4	3,0	4,6
Investoinnit	-8,8	1,6	-5,1	-1,0	-1,0
Vapaa kassavirta	1,1	3,3	-1,7	1,9	3,6

Suurimmat omistajat	%-osakkeista
Kuitunen Mikko Antti Mikael	14,4 %
Amor & Labor Oy	5,5 %
Keskinäinen työeläkevakuutusyhtiö Varma	5,5 %
Keskinäinen Työeläkevakuutusyhtiö Elo	5,5 %
Koivisto Hannu Henrik	4,7 %
Samin ja Tomin Atk-omistus Oy	4,0 %

Lähde: Inderes

Osakekohtaiset luvut	2017	2018	2019	2020e	2021e
EPS (raportoitu)	0,24	0,55	0,08	0,03	0,16
EPS (oikaistu)	0,28	0,37	0,21	0,16	0,29
Operat. kassavirta / osake	0,56	0,45	0,28	0,24	0,38
Vapaa kassavirta / osake	0,09	0,29	-0,14	0,16	0,30
Omapääoma / osake	1,27	1,84	1,77	1,63	1,65
Osinko / osake	0,13	0,30	0,14	0,14	0,15

Kasvu ja kannattavuus	2017	2018	2019	2020e	2021e
Liikevaihdon kasvu-%	28 %	6 %	11 %	1 %	7 %
Käyttökateen kasvu-%	-8 %	-4 %	-27 %	-14 %	52 %
Liikevoiton oik. kasvu-%	-4 %	5 %	-32 %	-19 %	68 %
EPS oik. kasvu-%	-20 %	35 %	-43 %	-24 %	79 %
Käyttökate-%	14,9 %	13,6 %	9,0 %	7,6 %	10,8 %
Oik. Liikevoitto-%	11,7 %	11,7 %	7,2 %	5,8 %	9,1 %
Liikevoitto-%	10,6 %	9,5 %	3,9 %	2,5 %	6,0 %
ROE-%	20,7 %	36,0 %	4,7 %	1,8 %	9,7 %
ROI-%	27,3 %	19,8 %	8,0 %	5,3 %	14,0 %
Omavaraisuusaste	48,1 %	69,9 %	70,6 %	67,3 %	66,2 %
Nettovelkaantumisaste	5,9 %	-27,4 %	-14,2 %	-11,9 %	-18,8 %

Arvostuskertoimet	2017	2018	2019	2020e	2021e
EV/Liikevaihto	2,0	1,4	1,2	0,7	0,7
EV/EBITDA (oik.)	13,2	10,6	13,7	9,6	6,1
EV/EBIT (oik.)	16,8	12,3	17,2	12,7	7,3
P/E (oik.)	25,1	15,6	23,3	18,7	10,4
P/B	5,5	3,2	2,8	1,9	1,8
Osinkotuotto-%	1,9 %	5,2 %	2,8 %	4,6 %	4,9 %

Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

Raporteilla esitettävä informaatio on hankittu useista eri julkisista lähteistä, joita Inderes pitää luotettavana. Inderesin pyrkimyksenä on käyttää luotettavaa ja kattavaa tietoa, mutta Inderes ei takaa esitettyjen tietojen virheettömyyttä. Mahdolliset kannanotot, arviot ja ennusteet ovat 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 neuvonantajia. Asiakas vastaa sijoituspäätöksensä tekemisestä ja niiden taloudellisesta tuloksesta. Inderesin tuottamia raportteja ei saa muokata, kopioida tai saattaa toisten saataville kokonaisuudessaan tai osissa ilman Inderesin kirjallista suostumusta. Mitään tämän raportin osaa tai raporttia kokonaisuudessaan ei saa missään muodossa luovuttaa, siirtää tai jakaa Yhdysvaltoihin, Kanadaan tai Japaniin tai mainittujen valtioiden kansalaisille. Myös muiden valtioiden lainsäädännössä voi olla tämän raportin tietojen jakeluun liittyviä rajoituksia ja henkilöiden, joita mainitut rajoitukset voivat koskea, tulee ottaa huomioon mainitut rajoitukset.

Inderes antaa seuraamilleen osakkeille tavoitehinnan. Inderesin käyttämä suositusmetodologia perustuu osakkeen tämänhetkisen hinnan ja 12 kuukauden tavoitehintamme väliseen prosenttieroön. Suosituspolitiikka on neliportainen suosituksin myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään neljä kertaa vuodessa yhtiöiden osavuosikatsausten yhteydessä, mutta suosituksia ja tavoitehintoja voidaan muuttaa myös muina aikoina markkinatilanteen mukaisesti.

Annetut suositukset tai tavoitehinnat eivät takaa, että osakkeen kurssi kehittyisi tehdyn arvion mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonmääritysmenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF) ja lisäarvomalli (EVA), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi. Käytettävät arvonmääritysmenetelmät ja tavoitehinnan perusteet ovat aina yhtiökohtaisia ja voivat vaihdella merkittävästi riippuen yhtiöstä ja (tai) toimialasta.

Inderesin suosituspolitiikka perustuu seuraavaan jakaumaan 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 investointipankkiliikeytoimintaa.

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

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

Suositus historia (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
18/10/2016	Myy	5,30 €	6,10 €
23/01/2017	Vähennä	6,10 €	6,27 €
24/02/2017	Myy	6,10 €	7,54 €
17/05/2017	Myy	6,10 €	7,60 €
30/08/2017	Myy	6,10 €	7,43 €
28/11/2017	Lisää	7,20 €	6,66 €
21/12/2017	Lisää	7,50 €	6,99 €
23/01/2018	Lisää	7,50 €	7,00 €
16/02/2018	Lisää	8,00 €	7,32 €
22/08/2018	Lisää	8,30 €	7,30 €
17/10/2018	Lisää	7,20 €	6,60 €
15/02/2019	Lisää	6,70 €	6,00 €
23/04/2019	Lisää	6,70 €	6,42 €
20/06/2019	Lisää	5,70 €	5,00 €
23/08/2019	Osta	5,00 €	3,90 €
21/10/2019	Lisää	5,60 €	5,10 €
06/02/2020	Lisää	5,20 €	4,73 €
23/03/2020	Lisää	3,50 €	3,05 €



Inderes on kaikille osakesijoittajille avoin analyysipalvelu ja yhteisö. Toimintaamme ohjaavat viisi periaatetta: riippumattomuus, laadukas analyysi, intohimo osakemarkkinoita kohtaan, pääomamarkkinoiden avoimuuden parantaminen sekä toiminta yhteisönä yhteisen hyvän edistämiseksi. Tavoitteemme on vaikuttaa positiivisesti yhteiskuntaan edistämällä kotimaista omistajuutta ja kansankapitalismia.

Yhteisöömme kuuluvat sijoittajat oppivat tuntemaan kohdeyhtiöt paremmin, ymmärtävät omistajuuden merkityksen ja voivat kehittyä paremmiksi sijoittajiksi. Pörssiyhtiöille varmistamme, että yhtiöstä on jatkuvasti sijoittajien ja omistajien saatavilla laadukasta tietoa päätöksentekoon. Inderes-yhteisöön kuuluu yli 35 000 aktiivista sijoittajaa ja yli 100 kotimaista pörssiyhtiötä, jotka haluavat pitää omistajiensa tietotarpeista huolta. Palvelemme yhteisöämme yli 20 työntekijän tiimillä intohimosta osakesijoittamiseen.

Inderes Oy

Itämerentori 2
00180 Helsinki
+358 10 219 4690

Palkittua analyysiä osoitteessa www.inderes.fi

Palkinnot



**STARMINE
ANALYST AWARDS
FROM REFINITIV**



**THOMSON REUTERS
ANALYST AWARDS
WINNER**



**2012, 2016, 2017, 2018,
2019**

Suositus- ja
ennustetarkkuus



2014, 2016, 2017, 2019

Suositustarkkuus



**2014, 2015, 2016, 2018,
2019**

Suositus- ja
ennustetarkkuus



2012, 2016, 2018, 2019

Suositustarkkuus



2015, 2018

Suositus- ja
ennustetarkkuus



2017, 2019

Suositustarkkuus



2017

Suositustarkkuus



2018

Ennustetarkkuus



2019

Suositustarkkuus

**Analyysi kuuluu
kaikille.**