

Innofactor

Yhtiöraportti

6/2018

inde
res.

Odotamme merkkejä käänteestä

Innofactorin pitkän aikavälin kasvutarina on viimeisen vuoden aikana törmännyt operatiivisiin haasteisiin. Yhtiön osake on romahtanut heikon kannattavuuden ja sijoittajien luottamuksen heikentymisen myötä. Sijoittajan tulee tarkkailla osakkeessa nyt merkkejä käänteestä, sillä markkinan perusfundamentit ovat Innofactorin näkökulmasta pitkälti ennallaan ja yhtiön käänteen onnistuessa osake on edullinen. Riskinä on yhtiön haasteiden pitkittyminen. Pidämme suosituksemme vähennä-puolella ja laskemme tavoitehinnan 0,80 euroon (aik. 0,85 euroa) jäaden vielä odottamaan konkreettisia merkkejä yhtiön paluusta tyydyttävään kannattavuuteen.

Sijoitusprofiili muuttunut kasvuyhtiöstä käännetyhtiöksi

Innofactor on historiassaan kasvanut voimakkaasti yritysostoin kotimaassa ja kansainvälisesti konsolidoimalla Microsoftiin erikoistuneiden IT-toimittajien kenttää. Useiden yritysostojen jälkeen yhtiö siirtyi 1,5 vuotta sitten strategiassaan vaiheeseen, jossa fokus siirtyi yritysostojen integrointiin ja yhtenäisen Pohjoismaisen organisaation rakentamiseen. Tämä vaihe strategiassa on osoittautunut selvästi odotettua vaikeammaksi, minkä takia yhtiön kannattavuus on viimeisen vuoden aikana heikentynyt rajusti ja kasvu pysähtynyt suotuisasta markkinasta huolimatta. Yhtiön sijoitusprofiili ja osakkeen hinnoittelu ovat muuttuneet lyhyellä tähtäimellä kasvuyhtiöstä käännetyhtiöksi. Yhtiöllä on arvionluontipotentiaalia kannattavuuskäänteessä, joten sijoittajan on odotettava nyt merkkejä käänteestä.

Kuluva vuosi rakennetaan vielä perustaa, pitkän aikavälin tavoitteet kunnianhimoisia

Yhtiö on paikallistanut ongelmat sisäisiksi ja käynnistänyt toimenpiteet tilanteen korjaamiseksi saadakseen erityisesti myynnin kasvuun. IT-markkinan kysyntätilanne on suotuisa, mikä tukee yhtiötä. Arviomme mukaan kuluva vuosi menee yhtiöltä vielä perustan rakentamiseen ja näyttöjä käänteen onnistumisesta ei vielä ole, mikä puoltaa varovaisuutta. Pitkällä aikavälillä yhtiö tavoittelee merkittävää kasvua ja kannattavuusparannusta luomalla yhtenäisen pohjoismaisen organisaation sekä panostamalla merkittävästi tuotteistukseen. Innofactorin tärkeimmän päämiehen Microsoftin asema IT-markkinassa on yhä hyvä ja Microsoft on osoittanut jatkuvasti kykyä uudistua.

Ennustemme ovat varovaisia johtuen tulospettymyksistä

Innofactor tavoittelee edelleen 20 %:n pääosin orgaanista kasvua ja 20 %:n EBITDA-marginaalia pitkällä aikavälillä. Tavoitetaso heijastelee täydellistä onnistumista strategisissa tavoitteissa ja erityisesti tuotteistuksessa. Ennustemme ovat selvästi alle yhtiön taloudellisten tavoitteiden. Odotamme liikevaihdon kasvavan 1-4 % vuosina 2018-2021. Ennustamme käyttökate-%:n nousevan 5 %:iin kuluvana vuonna (2017: 2 %) ja olevan 7-9 %:n tasolla vuosina 2019-2021.

Yhtiön on todistettava kannattavuuden elpyminen, jotta osakkeen arvostus korjaantuu

Osakemarkkinoiden luottamus Innofactoriin on heikentynyt viime vuoden rajujen pettymysten jäljiltä ja edelleen jatkunut heikko kehitys on painanut Innofactorin arvostustasoa. Yhtiön palatessa terveelle liikevaihdon kehitykselle ja erityisesti kannattavuustasolle, on osakkeessa huomattavaa potentiaalia. Suurin lyhyen aikavälin riski on kuitenkin, että yhtiön haasteet pitkittyisivät nykyisestä. Innofactorin vuoden 2018 P/E (oik.) - ja EV/EBITDA-kertoimet ovat korkeahkot 17x ja 14x ja vuoden 2019 vastaavat kertoimet melko edulliset 10x ja 8x, mutta ennustettavuus on ollut heikko.

Analyytikot

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



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



Suositus ja tavoitehinta

Suositus Vähennä

Edellinen: Vähennä

0,80 EUR

Edellinen: 0,85 euroa



Osakekurssi: 0,79 EUR

Potentiaali: 1,4 %

Avainluvut

	2017	2018e	2019e	2020e
Liikevaihto	65,7	66,1	68,0	70,8
- kasvu-%	10 %	1 %	3 %	4 %
EBITDA	1,3	3,4	4,6	5,6
- EBITDA-%	2,0 %	5,1 %	6,8 %	7,9 %
Tulos ennen veroja	-1,6	0,2	1,7	3,1
Nettotulos	-1,3	0,2	1,3	2,5
EPS (oik.)	0,01	0,05	0,08	0,11
	2017	2018e	2019e	2020e
Osakekurssi, EUR	0,94	0,79	0,79	0,79
Markkina-arvo MEUR	34	26	29	29
EV, MEUR	47	42	42	40
P/E (oik.)	89,3	16,5	9,6	7,5
EV/Sales	0,7	0,6	0,6	0,6
EV/EBITDA	14,1	13,6	9,7	7,4
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %

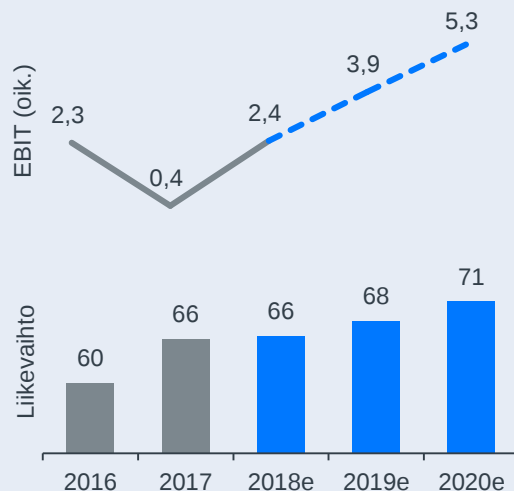
Lähde: Innofactor, Inderes ennuste

Kurssikehitys

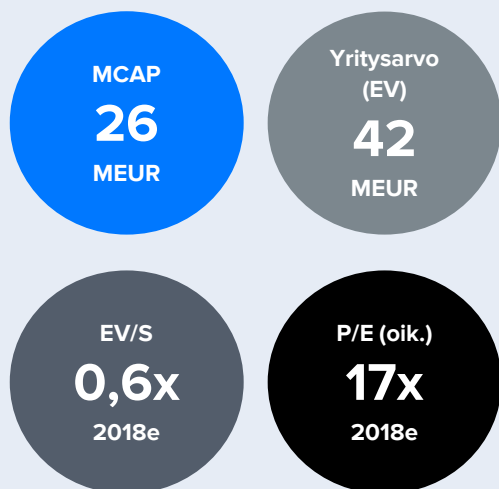
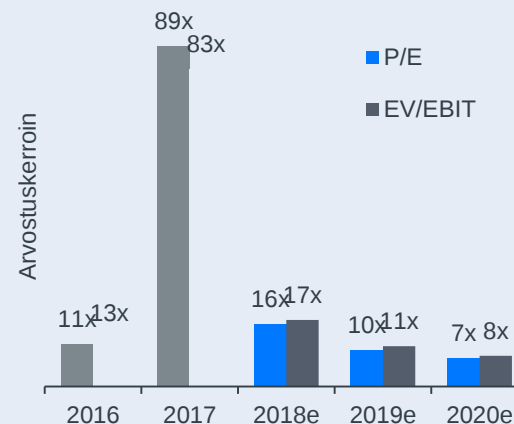


Lähde: Reuters

Liikevaihto ja oikaistu liikevoitto



Arvostus - P/E & EV/EBIT



Lähde: Inderes



Arvoajurit

- Kannattavuusparannus
- Sijoittajien luottamuksen palauttaminen
- Orgaaninen ja yrityskauppavetoinen kasvu
- Hyväksyttävien arvostuskertoimien nousu



Riskitekijät

- Käänteiden epäonnistuminen
- Pohjoismaisen organisaation rakentamisen pitkittyminen edelleen
- Kansainvälistyminen ja yrityskaupat nostavat riskitasoa
- Microsoftin aseman heikentyminen, open source -ohjelmistojen nousu



Arvostus

- Arvostus romahtanut pettymysten myötä
- Osake edullinen, jos käänne onnistuu
- Tuloskasvuodotukset maltillisia nykykurssilla
- Liikevaihtopohjainen arvostus sektorin alimpia, mutta tuloskäänne vielä todistamatta

Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	s. 6-9
Sijoittajaprofiili	s.10-11
IT-palvelumarkkinat	s. 12-18
Microsoft	s. 19-20
Kilpailu	s. 21-24
Strategia ja kilpailuedut	s. 25-29
Historiallinen kehitys	s. 30-31
Ennusteet	s. 32-34
Arvonmääritys	s. 35-39
Taulukot ja riskiprofiili	s. 40-41
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	s. 42

Innofactor lyhyesti

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

2000

PERUSTAMISVUOSI

21,3 %

Toimitusjohtajan
omistusosuus

1 markkinaosuus

SUOMEN MICROSOFT-TOIMITTAJA &
JOHTAVA POHJOISMAISSA

66 MEUR (+10 % vs. 2016)

LIKEVAIHTO 2017

1,3 MEUR (2,0 % lv:sta)

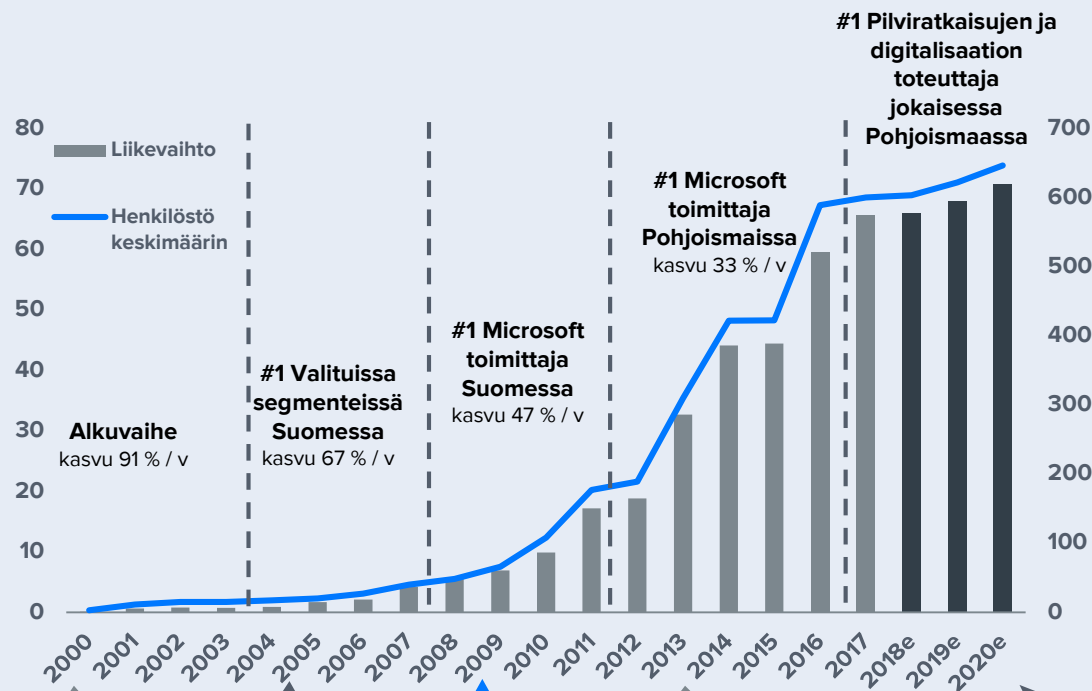
KÄYTTÖKATE 2017

601

HENKILÖSTÖ 2017
LOPUSSA

4 maassa

Suomi, Ruotsi, Norja
ja Tanska



Sami Ensio perusti yhtiön. Keskittyminen Suomeen tiettyihin ratkaisuihin.

Kaksi yritysostoa, TietoEnatorin ja Enfon liiketoimintayksiköitä.

Käänteinen listautuminen ja kolme yritysostoa (CRM, BI ja dokumentin hallinta)

Seitsemän yritysjärjestelyä mukaan lukien Cinteros ja Lumagate vuonna 2016. Organisaatiomuutoksia ja uusi strategia

Strategiana tarjonnan yhtenäistäminen ja toiminnan vakiinnuttaminen, tavoite 20 %:n pääosin orgaaninen kasvu ja 20 %:n käyttökate pitkällä aikavälillä.

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 1/2

Yrittäjävetoinen kasvuyhtiö

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

Innofactorin nykyinen rakenne on syntynyt lukuisten yrityskauppojen seurauksena. Yhtiö listautui Helsingin pörssiin tekemällä käänteisen listautumisen hankkimalla Westend ICT:n osakekannan vuoden 2010 lopussa. Järjestelyllä yhtiö sai hankittua sen strategiaan hyvin istuvan Documentan -liiketoiminnan sekä pääsi hyödyntämään pörssiä osana kasvurahoitusta. Vuonna 2013 yhtiö lähes kaksinkertaisti kokonsa ostanalla atBusiness Oy:n, joka oli yksi yhtiön keskeisiä kilpailijoita Suomessa. Lisäksi yhtiö on laajentunut Tanskaan kahdella yrityskaupalla. Vuoden 2015 lopulla Innofactor osti Ruotsin johtaviin Microsoft-pohjaisiin ratkaisuihin keskittyneen IT-palveluyhtiö Cinteroksen. Vuoden 2017 lopulla yhtiö osti pilvipohjaisiin ratkaisuihin erikoistuneen Ruotsissa, Norjassa ja Tanskassa toimivan Lumagaten. Viimeisimmällä yrityskaupalla yhtiö sai tavoittelemansa kattavan pohjoismaisen alustan ratkaisuilleen. Innofactorin perustajayrittäjä Sami Ensio toimii yhtiön toimitusjohtajana ja on myös yhtiön suurin omistaja noin 21 %:n omistusosuudella.

Läsnäolo kaikissa Pohjoismaissa

Innofactorin asiakkaina on yli 1500 yritystä, kolmannen sektorin ja julkishallinnon

organisaatiota Suomessa, Ruotsissa, Tanskassa ja Norjassa. Kymmenen suurinta asiakasta toivat noin 25 % yhtiön liikevaihdosta vuonna 2017. Yhtiön liikevaihto kasvoi viime vuonna yrityskauppojen vetämänä 10 % 66 MEUR:oon. Vuoden 2017 liikevaihdosta noin 48 % tuli yritysasiakkailta, 33 % julkishallinnosta ja 19 % kolmannelta sektorilta. Viimeisimmän Lumagate-yrityskaupan myötä Innofactorin maantieteellinen hajautus parani ja viime vuonna liikevaihdosta 56 % tuli Suomesta, 28 % Ruotsista, 8 % Tanskasta ja 8 % Norjasta.

Yrityskauppojen jälkeen Innofactor fokusoitui viime vuonna rakentamaan erityisesti yhtenäistä pohjoismaista palvelu- ja tuotetarjontaa sekä pohjoismaista organisaatiota. Yhtiö kohtasi viime vuonna useita operatiivisia haasteita tällä alueella ja yrityskauppojen synergioiden sijaan operatiiviset riskit ovat realisoituneet. Lisäksi yhtiössä on vaihtunut merkittävästi johtoa, hallitus on vaihtunut pääomistajaa lukuun ottamatta. Näin ollen vielä kuluva vuosi menee kestävän pohjan rakentamisessa ja yhtenäisten toimintamallien ja järjestelmien käyttöönotossa.

Liiketoimintamalli

Liiketoimintamalliltaan Innofactor on pääasiassa projektiliiketoimintaa tekevä IT-palveluyhtiö, joka on kehittänyt myös omia skaalautuvia ohjelmistotuoteratkaisuja tukemaan palveluliiketoimintaa. Yhtiön tavoite pitkällä aikavälillä on panostaa tuotteistukseen, joilla liiketoimintaan tuodaan skaalautuvuutta ja jatkuvuutta. Vuoden 2018 ensimmäisen neljänneksen liikevaihdosta 54 % (Q1'17: 68 %) tuli toimitusprojekteista ja konsultoinnista, 22 % (Q1'17: 11 %) jatkuviin sopimuksiin perustuvasta asiantuntijatyöstä, 17 % (Q1'17: 17 %) jatkuviin

sopimuksiin perustuvasta palvelu- ja ohjelmistoylläpidosta (mm. Azure-pilvipalvelut) sekä 7 % (Q1'17: 4 %) lisenssimyynnistä. Pääosa liiketoimintarakenteen muutoksesta ensimmäisellä neljänneksellä johtui arviomme mukaan odotettua heikommasta liikevaihdosta toimitusprojekteissa ja konsultoinnissa.

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

Innofactor kehittää myös omia ohjelmistotuotteita tukemaan pohjoismaista palveluliiketoimintaa. Microsoftin teknologioiden päälle rakennetut omat tuotteet tuovat kilpailuetua projektiliiketoimintaan ja lisäävät liiketoiminnan skaalautuvuutta. Suuri osa jatkuviin sopimuksiin perustuvasta palvelu- ja ohjelmistoylläpidosta on yhtiön omia tuotteita. Siten yhtiön omat tuotteet ja tuotteistetut palvelut tuovat tasaisen ja melko ison tulovirran jo nyt. Ohjelmistotuotteissa kasvua yhtiö hakee muun muassa ammattiyhdistysohjelmistosta, terveydenhuoltoon liittyvien ratkaisujen myynnistä sekä Dynasty- ja Quality First -tuotteista.

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 2/2

Innofactorin uuden strategian myötä omien ohjelmistoratkaisujen rooli kasvaa ja yhtiö pyrkii olemaan vahvemmin tuotteiden päälle rakennettu jatkuvien palveluiden talo. Innofactorin omien lisenssien myynnin osuus liikevaihdosta oli viime vuonna noin 6 % ja merkittävä osa omasta tuotemyynnistä näkyy ylläpitotuotoissa (19 %). Omien ohjelmistotuotteiden myynti on luonnollisesti hyvin skaalautuvaa liikevaihtoa. Innofactor käytti omien ohjelmistotuotteiden tuotekehitykseen viime vuonna 3,3 MEUR, joka vastaa 5,0 % liikevaihdosta (2016: 3,4 MEUR ja 5,7 % liikevaihdosta). Innofactor on aikaisemmin kertonut odottavansa tuotekehityskustannusten nousevan tulevina vuosina jopa lähelle historiallista 10 %:n tasoa yhtiön panostaessa yhä enemmän omiin ohjelmistoihin. Kuluvana vuonna odotamme kuitenkin T&K kulujen vielä pysyvän viime vuosien tasolla.

Kolmansien osapuolten lisenssien osuus Innofactorin myynnistä oli viime vuonna noin 4 % (2016: 2 %). Kolmansien osapuolten (käytännössä Microsoft) lisenssien jälleenmyynnissä kate on arvioimme mukaan tyypillisesti ollut noin 20 % tuntumassa, mutta jälleenmyynnin katteissa on voimakkaita laskupaineita koko sektorilla.

IT-palveluiden laaja tarjoama

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

Projektit ovat yleensä suhteellisen lyhyitä riippuen projektin koosta. Jatkuvat sopimukset taas ovat tyypillisesti aluksi 3 vuoden sopimuksia, jonka jälkeen ne jatkuvat toistaiseksi voimassaolevina tyypillisesti yli 10 vuotta, sillä asiakkaan on vaikeaa ja kallista vaihtaa ja kilpailuttaa ylläpitoa Innofactorin ratkaisuissa. Siten ylläpidossa ei ole vastaavaa kustannuspainetta kuin hyvin vakioituissa ICT-palveluissa. Asiakkuuden kannattavuus tyypillisesti paranee ajan mittaan.

Missio ja visio

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

Innofactor päivitti vuoden 2016 lopussa Lumagate-kaupan yhteydessä strategiansa ja taloudelliset tavoitteensa. Yhtiön pitkän tähtäimen taloudellisena tavoitteena on kasvaa kannattavasti:

- Saavuttamalla noin 20 %:n vuosittainen pääosin orgaaninen kasvu pitkällä aikavälillä
- Saavuttamalla noin 20 %:n käyttökatemarginaali (EBITDA) pitkällä aikavälillä
- Pitämällä kassavirta positiivisena ja turvaamalla kaikissa tilanteissa rahoituksellinen vakavaraisuus

Yhtiön historiallinen kasvu on ollut vahvasti

yrityskauppavetoista. Arvioimme yhtiön kasvaneen keskimäärin 25 % vuosina 2011-2017, josta arviolta vajaan 20 %-yksikköä on yrityskauppavetoista. Uuden strategian myötä yhtiö odottaa kuitenkin orgaanisen kasvun nousevan suurempaan rooliin ja yrityskauppojen suhteellisen osuuden pienenevän.

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

Kumppanit



Microsoft ja muut
teknologiatoimittajat

Ratkaisut

Pohjoismaiden
laajin Microsoft-
ratkaisutarjonta:

- Älykästä pilvettä
- Digivisiota ja prosesseja
- Digitaalista liiketoimintaa
- Joustavaa työskentelyä
- Liiketoiminnan tuottavuutta

Resurssit



Alihankkijat ja
toimittajat



Asiantuntijat



Omat
ohjelmisto-
tuotteet



Ohjelmisto-
ylläpito ja
muut jatkuvat
palvelut

Kustannus- rakenne

601 hlö (2017)



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



Alihankkijat ja ostot
(9 %)



Liiketoiminnan
muut kulut
(17 %)



Poistot
(4 %)

67 m€ (2017)

Liiketoimintaidea ja palvelut

Johtava pilviratkaisujen ja
digitalisaation toteuttaja
Pohjoismaissa

Moderni digitaalinen
organisaatio



Henkilökohtaisempi
digitaalinen
asiakaskokemus



INNOFACTOR®

Turvallinen
pilvialusta



Korkeampi
operatiivinen
tuottavuus



Moderni
työntekijä-
kokemus



Datalähtöinen
liiketoiminta



Toimitusmallit

Konsultointi
ja projektit



Omat
ohjelmistotuotteet

Jatkuvat
palvelut ja tuki



Go-to-market

Maakohtainen myynti:



Yhteiset toiminnot:

- Tarjonta ja tuotekehitys
- Markkinointi ja viestintä
- Projektit ja toimitukset
- Jatkuvat palvelut ja tuki

Kilpailu

IT-generalistit



accenture
CGI

Keskisuuret
IT-talot

digia
ATER
knowit
SOLTEQ

Ketterät
ohjelmisto-
kehittäjät

VINCIT
siili-
Reaktor
futuraice
GOFORE SOLITA

Asiakas- segmentit

19%

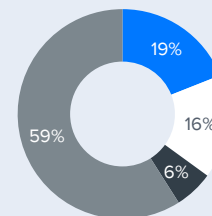
33%

48%

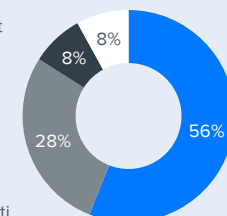
- Yritykset
- Julkishallinto
- Kolmas sektori

Tulovirrat

Liikevaihto 66 m€
EBITDA 1 m€ (2017)



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



- Suomi
- Ruotsi
- Tanska
- Norja

Innofactorin ja ratkaisualueet

Moderni digitaalinen organisaatio



Noin 50 henkilöä hallintoa ja muita tehtäviä

Henkilökohtaisempi digitaalinen asiakaskokemus

- Palvelumuotoilu
- Verkkosivut ja mobiilisovellukset
- Digitaalinen asiakaspalvelu ja markkinointiautomaatio



Korkeampi operatiivinen tuottavuus

- Asiakkuudenhallinta (CRM)
- Toiminnanohjaus (ERP)
- Projektin- ja projektisalkunhallinta (PPM)
- Laatu- ja johtamisratkaisut
- Informaation- ja asianhallinta
- Henkilöstöhallinto ja rekrytointi



Moderni työntekijäkokemus

- Digitaalinen yhteistoiminta ja liikkuva työ



Turvallinen pilvialusta

- Pilvi-infrastrukturi, hallinta, tietoturva ja GDPR
- Identiteetin-hallinta
- Mobiilit laite- ja sovellus-hallintapalvelut (EM+S)
- Kapasiteetti- ja ylläpitopalvelut



Datalähtöinen liiketoiminta

- Business Intelligence (BI)
- Kehittynyt analyytiikka, koneoppiminen
- Internet of Things (IoT)



= noin 50 henkilöä

Sijoittajaprofiili

Arvonluonti perustunut vahvasti yritysostovetoiseen kasvuun

Sijoittajille Innofactor profiloitui nopeasti kasvavana IT-yhtiönä, joka toimii oman segmenttinsä konsolidoijana Pohjoismaissa. Innofactorin arvonluonti on läpi yhtiön historian perustunut vahvasti yrityskaupoilla kasvamiseen. Innofactorilla on kohtalaisen hyvä pitkän ajan track-record kasvusta ja erityisesti yritysostovetoisesta kasvusta, mutta kannattavuudessa yhtiön näytöt ovat olleet heikompia. Lumagate-yrityskaupan myötä yhtiö siirtyi vaiheeseen, jossa voimakkaan yritysostovetoinen kasvun jälkeen yhtiön painopiste siirtyi yhtenäisen Innofactorin rakentamiseen. Tämä muutos on kuitenkin osoittautunut odotettua vaikeammaksi.

Profiili kääntynyt lyhyellä aikavälillä kasvuyhtiöstä käännetyhtiöksi

Innofactor tavoittelee pitkällä aikavälillä voimakasta orgaanista kasvua ja kannattavuuden parantamista. Lyhyellä aikavälillä kannattavuuden parantuminen on osakkeen keskeisin arvoajuri, sillä operatiivisten haasteiden myötä viimeisen vuoden aikana profiili on muuttunut vahvasti kasvuyhtiöstä käännetyhtiöksi. Siten käänteeseen onnistuessa osake tarjoaa myös houkuttelevaa nousuvaraa. Innofactor panostaa nykyisessä strategiassaan enemmän tehokkuuteen, joka syntyy yhtenäistämällä organisaatiota ja maiden välistä tarjoamaa sekä prosesseja.

Viimeinen vuosi on ollut monella tapaa pettymys kasvun ja kannattavuuden osalta, joten yhtiön perustan rakentaminen jatkuu vahvasti vielä kuluvana vuonna. Lyhyen aikavälin riski on, että operatiiviset haasteet pitkittyvät ja yhtiö ei saa

myyntiään kasvuun. Yhtiön on näin ollen todistettava käänne, jotta sijoittajien luottamus yhtiöön palautuu. Yhtiön markkinat ovat kasvavat ja hyvässä vedossa, joten markkinatilanteesta kasvun ei pitäisi jäädä kiinni.

Kunnianhimoiset pitkän aikavälin tavoitteet

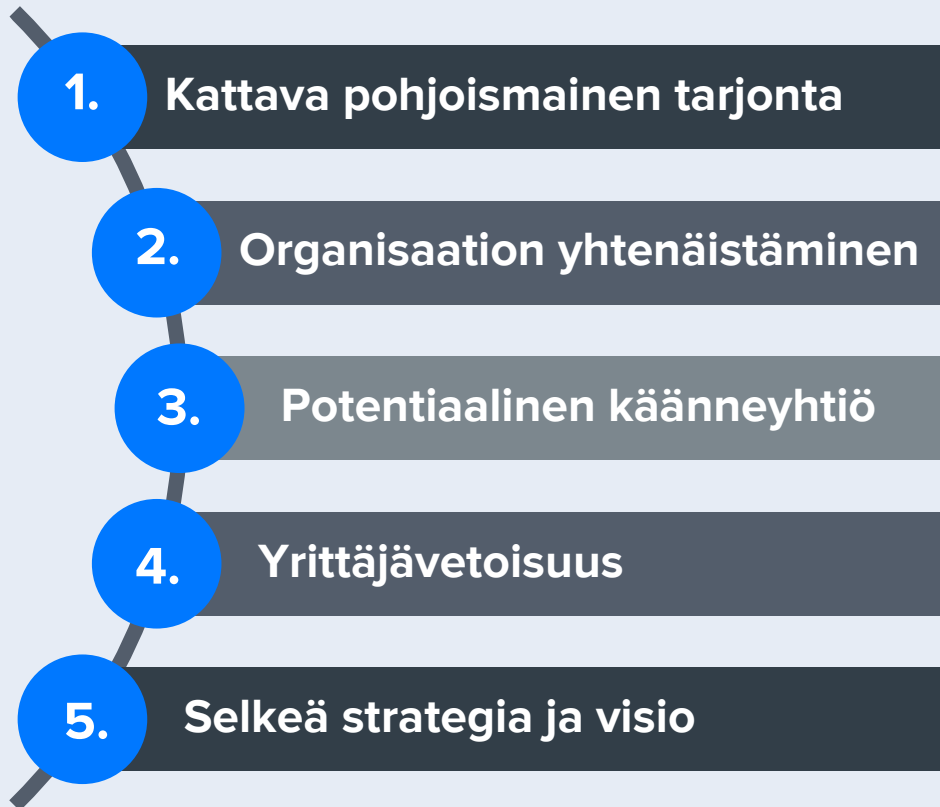
Innofactorin arvonmuodostus tulee pitkällä aikavälillä näkemyksemme mukaan koostumaan yhtiön kyvystä saada yrityskauppojen ja eri maiden kokonaisuus yhtenäiseksi pohjoismaiseksi toimijaksi. Tämän pitäisi näkyä vahvempaa orgaanisena kasvuna ja parempaa kannattavuutena. Emme kuitenkaan ole ennustaneet emmekä vielä ennestään yhtiön yltyvän omaan kunnianhimoiseen 20 %:n pääosin orgaaniseen kasvuun ja 20 %:n käyttökatemarginaalin tavoitteeseen, vaan omat ennusteemme ovat tällä hetkellä alle puolivälissä tavoitteisiin nähden. Saavutettuaan edellisen visionsa (Microsoft-pohjaisten ratkaisujen ykköstoimittaja Pohjoismaissa) yhtiö tavoittelee jatkossa myös johtavan pilviratkaisujen ja digitalisaation toteuttajan asemaa jokaisessa Pohjoismaassa erikseen. Pitkän aikavälin riskinä on yhtiön riippuvuus Microsoftin menestyksestä.

Yrittäjävetoinen kasvuyhtiö

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

on myös kasvattanut osakeomistustaan yhtiössä keväällä 2018 sen jälkeen, kun yhtiön osakekurssi laski selvästi.

Sijoitusprofiili



Potentiaali

- Orgaaninen ja epäorgaaninen kasvu
- Potentiaalia selvään kannattavuusparannukseen
- Hyväksyttävässä arvostustasossa selvää nousuvaraa
- Markkinat edelleen hyvässä vedossa

Riskit

- Käänteeseen epäonnistuminen
- Yhtenäisen pohjoismaisen organisaation rakentamisen pitkittyminen edelleen
- Kansainvälistyminen ja yrityskaupat nostavat riskitasoa
- Microsoftin markkina-aseman heikentyminen

IT-palvelumarkkinat 1/5

Markkinan koko ja kasvu

Markkinan koko ja määritelmä

Suomen ICT-kokonaismarkkinan koko on Gartnerin (Marketvisio) arvion mukaan noin 6,9 miljardia euroa (sisältäen laitemyyntiä), mistä IT-palvelumarkkinan koko on noin puolet. Pohjoismaiden (Ruotsi, Norja, Suomi, Tanska) IT-palvelumarkkinan koko on noin 14 miljardia euroa ja Suomen osuus tästä noin viidennes (IDC).

IT-palvelumarkkinan perinteiseen määritelmään kuuluvia osa-alueita ovat esimerkiksi IT-konsultointi, integrointi- ja käyttöönottopalvelut, ohjelmistojen ylläpito- ja tukipalvelut, IT-infrastruktuuripalvelut sekä sovellusten hallinta. IT-palvelumarkkinan ja sen euromääräisen koon määritelmä on mielestämme kuitenkin hämärtymässä, sillä IT-yhtiöiden toimintakenttä risteää digitalisaatiokehityksen myötä yhä vahvemmin uusien rinnakkaismarkkinoiden kanssa, joita ei ole perinteisesti katsottu kuuluvan IT-markkinoihin (sivu 17). Näitä ovat esimerkiksi strateginen konsultointi, design, markkinointi ja palvelumuotoilu. IT-markkinan sisäinen murros vaati myös Innofactorilta yhä nopeampaa muutosnopeutta kilpailukyvyyn ylläpitämiseksi ja edelleen kehittämiseksi.

IT-markkinaa ajaa nyt kaksi piristysruisketta

Suomessa IT-palvelumarkkina käytännössä polki paikallaan tai kasvu oli hyvin nihkeää läpi vuodet 2010-2015 heikon taloustilanteen takia. Kasvu oli tänä aikana hieman nollan yläpuolella sektorilla seuraamiemme yhtiöiden markkinakomenttien perusteella. Markkinassa nähtiin kuitenkin vuoden 2016 aikana selkeä piristymisen, joka on kiihtynyt jatkuvasti. Taustalla on kaksi piristysruisketta: Suomen talouden piristyminen sekä asiakasorganisaatioiden herääminen

digitalisaatioon. Käytännössä digitalisaation osalta organisaatioissa ollaan siirtymässä nyt kiihtyvällä tahdilla puheista tekoihin. IT-palveluyhtiöiden asiakkaat ovat alkaneet ymmärtää, mitä digitalisaatio ja digitransformaatio tarkoittaa heidän liiketoiminnalle ja mitä investointeja heidän tulee sen eteen tehdä. Tämä on markkinan kasvua ajava trendi, joka lähivuosina kiihtyy näkemyksemme mukaan eksponentiaalisesti kehittyvän teknologian ajamana.

Innofactor on kasvanut selvästi markkinaa nopeammin yrityskauppojen ansiosta niin Suomessa kuin ulkomailla. Orgaanisesti yhtiö jäi viime vuonna markkinakasvusta. Ruotsissa kasvu on ollut vahvaa viime vuoteen asti. Pienemmillä markkina-alueilla Norjassa (8 % liikevaihdosta) markkinatilanne on ollut heikompi ja Tanskassa (8 %) yhtiöllä on ollut sisäisiä haasteita.

Markkinan kasvunäkymät ovat hyvät

IT-palvelumarkkinan kasvunäkymät ovat Suomessa ja Pohjoismaissa paremmat kuin vuosiin. Markkinatutkimusyhtiö Gartnerin (Marketvisio) ennusteen mukaan vuonna 2017 IT-kokonaismarkkinat kasvoivat Suomessa 3,1 prosenttia (IT-palvelut 4,9 %) ja kasvu kiihtyi edellisvuodesta. Gartner ennustaa Suomen IT-kokonaismarkkinan kasvun kiihtyvän 3,5 %:iin vuonna 2018. Lähivuosina markkinan kasvun arvioidaan olevan 2-4 %:n tasolla.

IT-palvelumarkkinalla on arviomme mukaan hyvät edellytykset kiihdyttää kasvua lähivuosina. Digitalisaation IT-markkinalle antamasta piristysruiskeesta on nähty vasta ensimmäiset merkit ja tämä trendi tukee markkinaa yleisestä suhdannetilanteesta riippumatta. Tällä hetkellä myös suotuisa taloustilanne antaa markkinalle lisävauhtia, minkä takia markkinatilanne on nyt erittäin suotuisa. Siten markkinan kysyntä-fundamentit ovat mielestämme vakaalla pohjalla

vielä vuosiksi eteenpäin. Markkinan kannalta suurimmat uhkatekijät ovat osaajien saatavuus sekä taantuma, sillä asiakkaiden on helppo jarruttaa investointeja tarvittaessa nopeastikin.

Kilpailu käydään osaajista

IT-markkinan suotuisasta kysyntätilanteesta johtuen viimeisen vuoden aikana markkinan kilpailu on kääntynyt yhä voimakkaammin asiakkaista osaajiin erityisesti ohjelmisto-kehityksessä. Sektorin yhtiöiden kanssa käymiemme keskustelujen perusteella yritykset joutuvat myymään tietyillä osaamisalueilla ”ei-oota” tai niiden kasvua olennaisesti rajoittaa osaajien saatavuus. Pahimmillaan jotkin toimijat ovat kommentoineet osaajakilpailun saaneen jo epäterveitä piirteitä. Tuntuva palkkainflaatiota sektorilla ei ole kuitenkaan ollut vielä havaittavissa ja pahin osaajapula keskittyy Suomessa pääkaupunkiseudulle. Arviomme mukaan nykyisessä hyvässä kysyntätilanteessa yritysten pitäisi saada vietyä palkkainflaatiota eteenpäin hintoihin, mutta joidenkin kommenttien perusteella näin ei ole tapahtunut. Muusta markkinasta hieman poiketen Innofactorin suurin pullonkaula on tällä hetkellä myynnissä eikä osaajien saatavuudessa. Isossa kuvassa IT-osaamisen arvostuksen nousu on koko toimialalle positiivinen asia, vaikka lyhyellä tähtäimellä verinen osaajakilpailu voi aiheuttaa markkinalle häiriöitä.

Osaajakilpailu on korostanut kulttuuria ja rekrytointiosaamista yritysten kilpailutekijänä. Voittajia tässä trendissä ovat olleet pienet ja ketterät toimijat, jotka usein erottuvat kulttuurilla ja erilaisella organisaatiomallilla. Näitä toimijoita ovat erilaisten työnantajavertailujen (mm. GPTW, Academic Work) perusteella olleet esimerkiksi Vintti, Reaktor, Futurice, Solita ja Gofore.

IT-palvelumarkkinat 2/5

Osaajakilpailu näkyy konkreettisesti sektorin yhtiöiden näkyvinä rekrytointikampanjoina ja -tempauksina. Monet toimijat ovat laajentaneet toimintaansa myös uusiin kaupunkeihin päästäkseen kiinni uusiin rekrytointimarkkinoihin ja alueellinen strategia kilpailussa on myös korostunut. 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.

Suurten generalistien (kuten Tieto ja CGI) sekä Nokian laajojen irtisanomisten myötä tarjonta IT-osaajista Suomessa on ollut 2010-luvulla kohtalaisen hyvää, mikä on tasoittanut osaajapulaa ja hillinnyt palkkainflaatiota. Toimialan nopean rakennemuutoksen takia IT-osaajien tarjonta osaamisalueiden puolesta ei kuitenkaan arviomme mukaan ole vastannut markkinan kysynnän tarpeisiin ja useilla kasvavilla alueilla osaajien saatavuus on ollut heikkoa. Digitalisaation myötä tarve vanhasta teknologiakeskeisestä insinööriosajasta on siirtynyt osaajiin ja IT-yrityksiin, jotka yhdistävät teknologiaan lisäksi luovuuden ja liiketoimintaymmärryksen. Tämä on IT-palveluyrityksille erittäin vaikea kyvykkyys rakentaa, sillä niiden insinöörikeskeinen kulttuuri ei usein taivu tähän tarpeeseen. Tämä on jälleen luonut tilaa uusille, pienemmille ja ketterille toimijoille kasvaa ja houkutella parhaita osaajia. Samaan aikaan monet suuret IT-palveluyhtiöt ovat nähneet irtisanomiset tehokkaampana keinona verrattuna henkilöstön uudelleen kouluttamiseen, mikä on vaurioittanut niiden työnantajakuvaa ja kulttuuria.

IT:n muuttuva luonne ohjaa nyt markkinaa

Jatkuvasti voimistuva digitalisaatiomurros on näkemyksemme mukaan käynnistänyt IT-

markkinalla uuden aikakauden, mistä on jo näkyviä merkkejä. Ennen murroksen käynnistymistä asiakasorganisaatioiden kysyntä IT-markkinalla painottui hyvin vahvasti liiketoiminnan ja prosessien tehokkuutta parantaviin sekä kustannussäästöjä tuoviin IT-ratkaisuihin. Luonnollisesti IT-palveluyritysten palvelutarjooma painottui ja rakentui tällä aikakaudella näiden ratkaisujen ympärille.

Digitalisaatiomurroksen ja talouden piristymisen myötä IT:n ostaminen ja kysyntä on kuitenkin muuttunut, mikä on edellyttänyt IT-yhtiöiltä kykyä sopeuttaa tarjontaa. Markkinalla on käynnissä voimistuva siirtymä kohti 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. Tämä on ollut markkinakasvun näkökulmasta Innofactorille heikkous Microsoftin ratkaisujen painottuessa vahvasti liiketoimintaa tehostaviin järjestelmiin. Digitalisaation strategisen roolin takia IT:stä on myös tullut ylimmän johdon ja hallituksen asia, mikä on merkittävä muutos verrattuna perinteiseen tietohallintoa palvelemaan maailmaan.

Markkinan murros on luonut voimakkaan kasvumahdollisuuden monille uusille toimijoille (kuten Futurice, Reaktor, Gofore, Vincit), jotka ovat profiloituneet tarjoomaltaan digipalveluiden kehittäjiksi, joilla on myös digitaalisen liiketoiminnan ymmärrystä. Uusia merkittävän kokoluokan saavuttaneita ja kasvavia, muutama vuosi sitten monille vielä täysin tuntemattomia nimiä on alkanut ilmestyä 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.

Viime vuosina selkeä 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. Nyt uusin suuntaus on selkeästi menossa elinkaariajatteluun, sillä monet uudet toimijat pyrkivät nyt rakentamaan myös kyvykkyyden tarjota ohjelmistoylläpitoa itse toteutuksen jälkeen. Innofactorilla vahvuus tässä trendissä on yhtiön ylläpito-osaaminen. Näemmekin Suomen IT-palvelumarkkinan kehittyvän nyt yhä voimakkaammin suuntaan, jossa perinteisten ja uusien toimijoiden tiet ovat selkeästi risteämässä, jolloin jatkossa raja näiden toimijoiden välillä ei ole enää niin mustavalkoinen. Taustalla on sekä perinteisten että uusien 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 ja niille tarvitaan myös ylläpito. Pienten ohjelmistokehittäjäalojen osaaminen ja tarjonta ei tällöin yksinään ulotu riittävän syvälle asiakkaan IT-järjestelmiin ja prosesseihin. Tämä kehitys todennäköisesti myös kiihdyttää markkinan konsolidaatiota.

IT-palvelumarkkinat 3/5

IT-palvelumarkkina on käynyt kuvatus murroksen myötä läpi merkittävän muutoksen viimeisen 10 vuoden aikana. Seuraavan kymmenen vuoden aikana markkinan muutosnopeus tulee kiihtymään entisestään ja teknologian kompleksisuuden sekä nopean kehityksen takia markkinamuutosten ennustamisesta tulee yhtiöille entistä vaikeampaa. Siten mielestämme sektorin yhtiöiden reagointi- ja muutосkyky tulee kilpailuetuna korostumaan, mikä voi vastaavasti olla yksi sektorin perinteisten toimijoiden selkeä heikkous.

Suomesta ponnistetaan ulkomaille

Viime vuosien uutena trendinä suomalaisilla IT-yhtiöillä on ollut niiden pyrkimys kansainvälistyä, minkä perusteella suomalainen ohjelmistokehityksen osaaminen näyttäisi nyt olevan kansainvälisestikin kilpailukykyistä. Esimerkiksi lukuisat pienet suomalaiset IT-palveluyhtiöt (kuten Idean, Nixu, Siili, Reaktor ja Vincit) ovat laajentaneet toimintaansa Yhdysvaltojen markkinoille, missä kuvaamamme digitalisaatiobuumi on Suomen markkinaa edellä. Hyvä kysyntänäköymä sekä korkeat IT-konsulttien tuntihinnat ovat houkuttelleet Yhdysvaltojen markkinalle nyt eurooppalaisia toimijoita, jotka pyrkivät palvelemaan markkinaa osin edullisemmilla eurooppalaisilla resursseilla. Uusilta kansainvälisiltä markkinoilta haetaan kotimarkkinaa vauhdikkaampaa kasvua sekä parempaa tuntumaa IT-markkinan ja teknologian trendeihin. Innofactorin strategia on toimia Microsoft pohjaisten digitalisaatio- ja pilviratkaisujen toteuttajana Pohjoismaissa.

Suotuisan syklin ei pidä antaa sokaista

IT-markkinan sykli on nyt suotuisa, mikä on mahdollistanut monien toimijoiden voimakkaan kasvun ja erinomaisen kannattavuuden. Suotuisa sykli kantaa nykyisen näkymän perusteella vielä

vuosia. Sektorin yritysten todellinen kilpailukyky ja niiden liiketoimintamallien kestävyys mitataan kuitenkin vasta markkinan kysyntätilanteen heikentyessä. Taantumaskenaariossa asiakkaiden on helppo laittaa investointeja jäihin niiltä osin, kun järjestelmät eivät ole liiketoimintakriittisiä. Vaikka näkymät ovat nyt erinomaiset, eikä tummia pilviä ole näköpiirissä, on sijoittajien siis hyvä pitää jalat maassa. Innofactorissa kiinnitämme huomiota siihen, että yhtiöllä on ollut ongelmia myynnin suhteen nykyisessä markkinatilanteessa, missä kysynnän pitäisi olla vahvaa.

Markkinatrendit

Trendit organisaatioiden IT-ostamisessa

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

- Suuria, monivuotisia erp-implementaatioita (SAP, Oracle, IBM) ei enää tehdä ja tämä markkina hiipuu, koska nämä investoinnit on jo tehty. Vakiintuneet toiminnanohjausjärjestelmät eivät poistu asiakkailta, mutta ne jäävät ylläpitotilaan olemassa olevien IT-toimittajien hoitoon ja niitä viedään pilveen. Investoinnit kohdistuvat vakiintuneiden järjestelmien päälle rajapintaratkaisujen avulla rakennettaviin järjestelmiin ja palveluihin. Toiminnanohjausjärjestelmien modernisointiin investoidaan, jotta ne eivät olisi pullonkaulana digitalisaatiohankkeille. Kysyntää siis riittää, mutta markkinan luonne muuttuu. 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 (DevOps, automaatio), kyky hallita kokonaisvaltaisesti useiden eri toimittajien palveluita sekä kyvykkyydet jatkuvien palveluiden tuottamiseen.

- Liiketoimintalähtöisen ostamisen yleistyessä IT-yhtiöt etsivät uusia arvontuottoon pohjautuvia, skaalautuvampia hinnoittelumalleja yhdessä asiakkaiden kanssa. Uusissa malleissa ansainta voi pohjautua perinteisen lisenssi- tai projektitulon sijaan esimerkiksi asiakkaalle tuotetun arvon jakamiseen. Hyötyjiä ovat ne, jotka onnistuvat irrottamaan liiketoimintamallinsa heikosti skaalautuvasta asiantuntijaresurssien myynnistä.
- IT-investoinnit siirtyvät asiakkaan liiketoiminnan tukiprosesseja tehostavista investoinneista kohti liiketoiminnan ydinprosesseja tai itse lopputuotetta parantaviin investointeihin. Häviäjiä ovat liiketoiminnan tukiprosesseja ja 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. Nämä toimijat pyrkivät tyypillisesti asemoimaan itsensä IT-palveluyhtiön sijaan ns. "digital transformation"-asiantuntijaksi (esimerkkinä Futurice).

IT-palvelumarkkinat 4/5

- Käyttäjakeskeisyyden nousu jatkuu. Nousevia alueita ovat esimerkiksi digitaalinen palvelumuotoilu, design ja käyttäjäkokemus, VR ja AR sekä puhetunnistus. Osaaminen näillä alueilla nousee tärkeämmäksi kilpailutekijäksi IT-toimittajaa valitessa. Häviäjiä ovat lähes kaikki vakiintuneet IT-palvelutalot, sillä ne joutuvat investoimaan tälle alueelle tai hankkimaan osaamista talon ulkopuolelta nykyisen puutteellisen osaamisen takia. Hyötyjiä ovat pienet luovat, design-keskeiset toimijat.
- Kaikki asiakkaiden IT-toiminnot, mitä voidaan viedä pilveen, tullaan myös viemään pilveen sen hyötyjen takia. Hyötyjiä ovat ne, joilla on vahvaa omaa osaamista pilviteknologioissa. Häviäjiä ovat perinteisen paikallisen IT-infrastruktuurin toimittajat.
- Perinteinen ohjelmistolisenssien jälleenmyynti siirtyy pilveen ja ohjelmistojen jälleenmyyjien lisenssikomissiot ovat kutistuneet viime vuosina. Häviäjiä ovat lisenssien jälleenmyynnistä vahvasti riippuvaiset toimijat. Hyötyjiä ovat pitkässä juoksussa asiakkaat.
- Asiakkaiden organisaatioiden siiloutuminen tulee olemaan IT-yhtiöiden myynnin haasteena. IT:n ostajana on tietohallinnon ohella yhä useammin markkinointi tai tuotekehitys, mutta digitaalisen liiketoiminnan rakentaminen vaatii näiden alueiden yhteispeliä ja kykyä hallita kokonaisuutta. Voittajia ovat kokonaisuuksia hallitsevat toimijat, jotka osaavat puhutella myös asiakkaan liiketoimintajohtoa ja markkinointia.
- Data ja analytiikka on nousemassa jälleen yhdeksi markkinan kuumimmista trendeistä. Datasta on tulossa yhä useammalla toimialalla strateginen kilpailutekijä. Ennakoivan

analytiikan ja tekoälyn avulla tehdään päätöksiä tuotteisiin ja liiketoimintaan liittyen. Haasteena asiakkailta 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-resursseilla. 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-resursseja oikeassa suhteessa. Lisäksi voittajia ovat ohjelmistorobotiikan osaajat.

IT-palvelu murros jakaa markkinaa kahtia

Riippuen IT-yrityksille relevanteista markkinoista, voidaan karkeasti olettaa IT-palvelumarkkinan jakautuneen noin 20/80 % jaolla uusien digitaalisten palveluiden ja perinteisemmän tietojärjestelmäkehityksen välille. Useamman käsityksen mukaan suhdeluku muuttuu modernin arkkitehtuurin myötä ja vastaava jako vuonna 2020 on lähemmäs 50/50 %. Mustavalkoista rajaa on kuitenkin mahdoton vetää.

Markkinan kahtiajaon taustalla on kuvaamamme IT-markkinan murros, jossa tietojärjestelmien kehitys on siirtymässä organisaation johtamista ja tehokkuutta sekä tiedonhallintoa palvelevista ratkaisuisista kohti uusien digitaalisten palveluiden kehitystä. Näistä digitaalisista palveluista tulee organisaatioille entistä liiketoimintakriittisempiä. Organisaatioiden vakiintuneet viime vuosikymmenten aikana kehitetyt tietojärjestelmät eivät ole katoamassa, vaan ne jäävät ylläpitotilaan ja niitä on modernisoitava toimimaan alustoina uusille digitaalisille palveluille. Vakiintuneiden tietojärjestelmien jatkokehitykseen ei siten enää investoida yhtä paljon, vaan IT-investoinnit kohdistuvat uusiin toiminnallisuuksiin, joita rakennetaan rajapintaratkaisujen avulla olemassa olevien järjestelmien päälle.

Ei ole sattumaa, että viime vuosina IT-generalistien tehdessä mittavia irtisanomisia samaan aikaan monet pienet, voimakkaammin liiketoimintalähtöiset IT-talot ovat pystyneet huimaan kasvuun. Kahtiajako ”perinteisen IT:n” ja ”nousevan IT:n” välillä on mielestämme yksi keskeisiä syitä, minkä takia Suomenkin markkinasta löytyy esimerkiksi Siilin, Vincitin, Solitan, Goforen, Reaktorin ja Futuricen kaltaisia voimakkaasti kasvavia toimijoita. Toisaalta perinteisen IT-kehityksen hiipuminen ja sen automatisoituminen selittävät osittain Tiedon ja CGI:n kaltaisten toimijoiden vaatimatonta kasvua ja mittavia irtisanomisia Suomessa. Toinen syy pienten ketterien toimijoiden menestykselle on ollut arviomme mukaan tietynlainen organisaatiomallien innovaatio. Näitä toimijoita yhdistää tyypillisesti kevyt itseohjautuviin tiimeihin perustuva organisaatiomalli, mikä on tuonut niille tehokkuutta, muutosnopeutta ja ketteryyttä sekä kilpailuetua osajakilpailussa.

IT-palvelumarkkinat 5/5

Integraatio- ja taustajärjestelmäosaamisen arvostus tekemässä paluuta

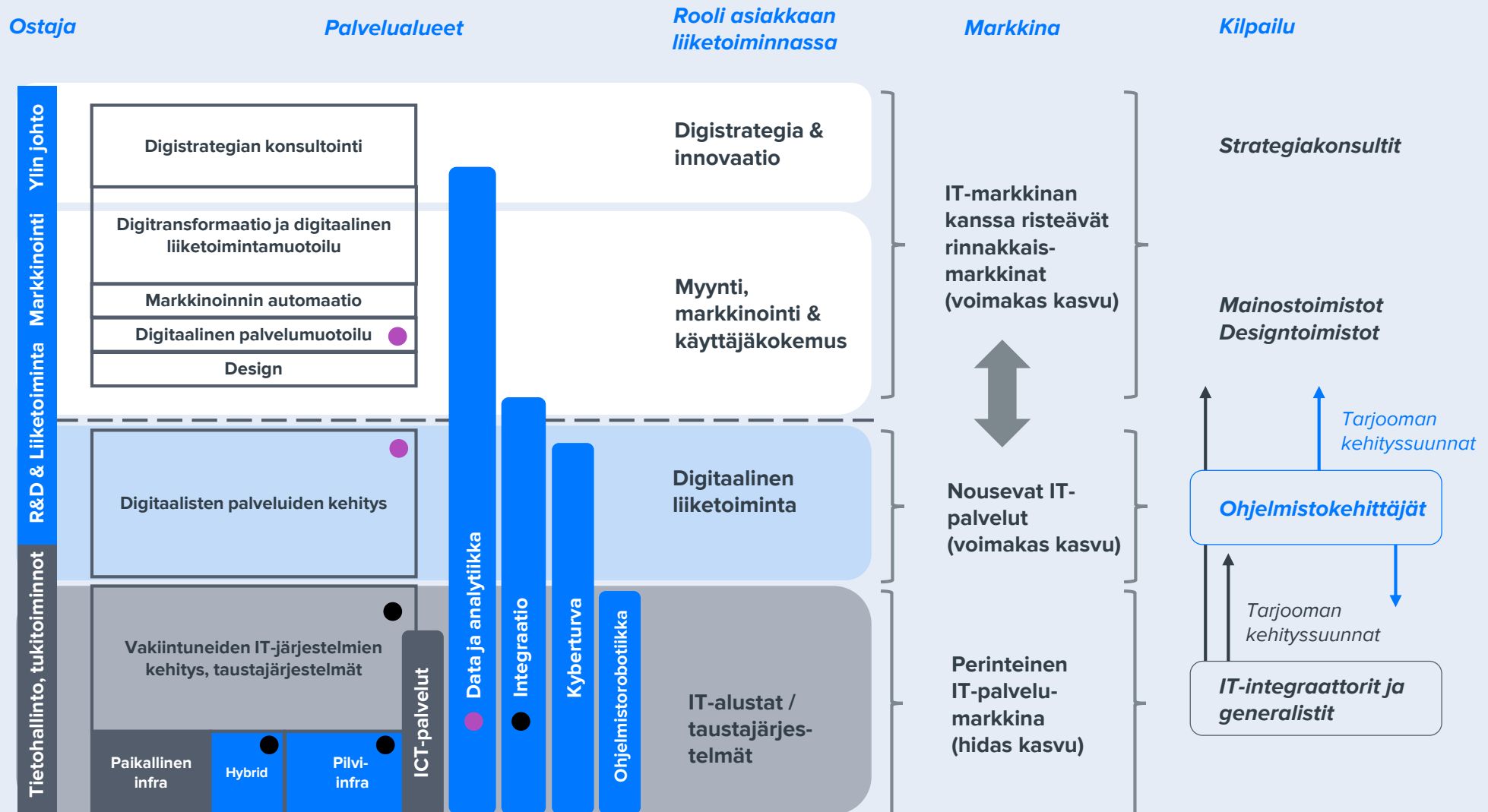
IT-markkinan kovin kysyntä on jo vuosia ollut uusien digitaalisten palveluiden kehittämisessä sekä isossa kuvassa vielä luonteeltaan kokeilevassa ohjelmistokehityksessä. Näkemyksemme mukaan markkinalla ollaan kuitenkin vähitellen siirtymässä vaiheeseen, jossa näitä uusia digitaalisia palveluita ja niihin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

Tämä kehitys tarjoaa myös Innofactorin näkökulmasta kasvumahdollisuuden ja asemoi yhtiön kiinnostavaan asemaan markkinoilla, sillä yhtiön integraatio- ja taustajärjestelmien osaamiset ovat vahvoja. Siten näemme mahdollisuuden, että tämän tällä hetkellä jokseenkin ”epäseksikkään” osaamisalueen arvostus nousee lähivuosina. Samaan aikaan tällä alueella kilpailukenttä on huomattavasti vakiintuneempi, asiakassuhteet hyvin etabloituneita ja osaamisalueena nämä kyvykkyydet ovat vaikeita rakentaa, mikä tuo Innofactorille kilpailuetua.

IT-palvelumarkkinan jakautuminen

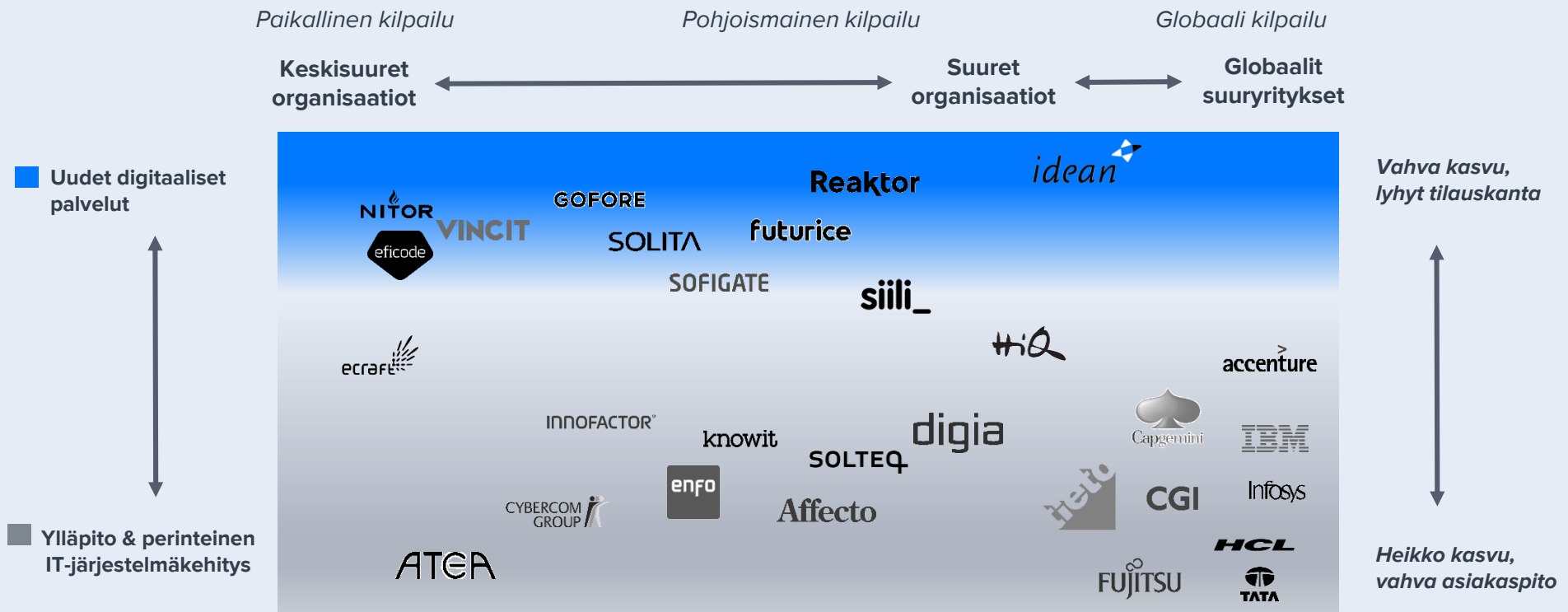
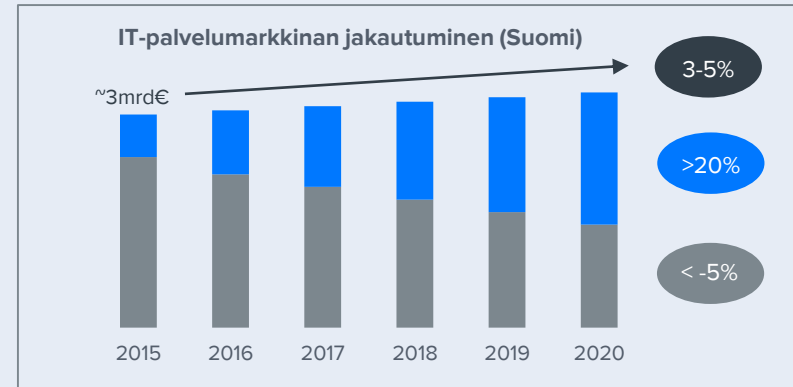
Innofactorin tarjonta

- Ydinosaamisalue
- Osaamisalue



Markkinat ja arvoketju

IT-yhtiöiden asemoituminen pääasiallisen kohderyhmän ja palvelualueiden mukaan



Microsoft-ratkaisut IT-markkinassa

Innofactor on edelleen riippuvainen yhdestä päämiehestä

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

Microsoftin asema IT-markkinassa on hyvä

Microsoft on kasvanut useilla tuotealueilla selkeästi muuta IT-markkinaa nopeammin, mikä on tukenut historiassa myös Innofactorin kasvua. Näkemyksemme mukaan Microsoftin asema IT-markkinassa on edelleen vahva ja emme näe merkkejä siitä, että Innofactorin päämiehen asema olisi heikentymässä. Pilvisiirtymän myötä Microsoftin tuotteiden kysyntä on kasvanut ja Microsoft yhtiönä on osoittanut uudistumiskykyä ja investoinut myös merkittävästi yrityskaupoilla uudistumiseen (kuten LinkedIn, GitHub).

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

Microsoft on näkymissään ennakoitunut yritysasiakkaissa pilvipalveluiden kysynnän jatkavan kasvua sisältäen Innofactorille tärkeitä tuotealueita. Innofactorin näkökulmasta Office 365, Azure ja Dynamics 365 ovat tällä hetkellä Microsoftin kärkituotteita. Kärkituotteista Azure on edelleen tärkein, mutta myös pilvipohjainen Dynamics 365 -tuote on viimeisen vuoden aikana alkanut kasvaa voimakkaammin. Innofactor on tällä ratkaisualueella yksi Pohjoismaiden kärkitoimittajia, sillä yhtiö on ottanut ratkaisun laajasti (mukaan lukien ERP) jo itse sisäisesti käyttöön yhtenä ensimmäisenä maailmassa. Yhtiö odottaa tältä tuotealueelta voimakasta kasvua.

Innofactor uskoo myös Microsoftin voimakkaiden tuotekehityspanostusten turvaavan sen tuotteiden kilpailukykyä pitkällä aikavälillä. Microsoft käytti tuotekehitykseen 10-13 miljardia dollaria vuosittain tilikausilla 2012-2017. Tuotekehityspanostusten taso on huomattavasti korkeampi kuin pääkilpailijoilla. Microsoft on uuden toimitusjohtajansa Satay Nadellän johdolla siirtänyt fokustaan erityisesti digitransformaatioon, pilvialustoihin ja datalähtöiseen liiketoimintaa sekä ratkaisuihin, jotka ovat enemmän yhteensopivia kilpailijoiden ratkaisujen kanssa. Microsoftin keskeisimpiä kilpailijoita eri yritysratkaisujen tuotealueilla ovat muun muassa IBM, Oracle, HewlettPackard, SAP (ERP), Amazon (pilvipalveluissa), Google ja Salesforce.com (CRM).

Microsoft on kärsinyt viime vuosina PC-myyntin heikkoudesta, mutta yhtiön kehitys on ollut hyvää tarkasteltaessa Innofactorin kannalta keskeisiä yritysratkaisujen alueita. Erityisesti Commercial cloud -pilviratkaisujen raportointialueella (mm. Office 365, Windows Azure Dynamics CRM) kasvu on ollut vahvaa ja Microsoftin pilviratkaisujen annualisoitu liikevaihto Q3'18:lla oli jo 24 miljardia euroa verrattuna edellisen vuoden vastaavan

ajanjakson 15 miljardiin euroon ja sitä edeltävään 10 miljardiin. Tuotetasolla Azure kasvoi 93 % (93 %), yrityspuolen Office 365 42 % (45 %), Dynamics 365 tuote 65 % (81 %) ja LinkedIn istunnot kasvoivat yli 30 % viimeisimmällä neljänneksellä.

Kasvu- %	FY13	FY14	FY15	FY16	FY17	Q3'18
Office Commercial tuote & pilvipalvelu	6 %	8 %	-1 %	1 %	7 %	14 %
Server tuote & pilvipalvelu	10 %	13 %	9 %	5 %	14 %	20 %
Dynamics tuote & pilvipalvelu	7 %	9 %	12 %	6 %	5 %	17 %
Yrityspalvelut	11 %	9 %	7 %	5 %	-2 %	8 %
Commercial cloud - liikevaihto	-	116 %	106 %	51 %	50 %	57 %
Office 365 Commercial - käyttäjämäärä	-	99 %	74 %	45 %	31 %	28 %

Ohjelmistoratkaisujen siirtyessä pilveen on pilviratkaisuissa menestyminen keskeistä Microsoftin kilpailukykyyn kannalta. Markkinatutkimusyhtiö Gartnerin eri pilvimurroksen osa-alueiden (BI, IaaS ja CRM) Magic Quadrant -raporteissa Microsoft sijoittuu ainoana toimijana jokaisessa vertailussa edelleen Leaders-lokeroon ja sen asemointi on lähes edellisvuoden tasolla. Gartnerin mukaan pilvi-infrastruktuurin markkina on voimakkaasta kasvustaan huolimatta hyvin vahvasti keskittymässä muutaman toimijan käsiin, joita ovat erityisesti Microsoft ja AWS (Amazon Web Services). BI ja analytiikka -raportissa kärkijoukosta erityisesti Qlik on parantanut asemaansa edellisvuodesta. CRM-raportissa CRM-ratkaisuissa erityisesti ServiceNow on kehittynyt positiivisesti.

Microsoftin kilpailuasema

Gartnerin Magic Quadrant for Business Intelligence and Analytics



Lähde: Gartner (helmikuu 2018)

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



Lähde: Gartner (kesäkuu 2017)

Gartnerin Magic Quadrant for the CRM Customer Engagement Center



Lähde: Gartner (huhtikuu 2018)

Kilpailu 1/2

Kilpailu ja vertailuryhmä

Kilpailijoina IT-generalistit ja pienet erikoistuneet toimijat

Innofactorin kilpailijoita ovat suuret, usein kansainväliset IT-generalistit, keskisuuret IT-palveluyhtiöt sekä tiettyihin ratkaisuihin erikoistuneet pienet toimijat. Generalisteista esimerkkeinä voidaan mainita Tieto, CGI (ent. Logica), Capgemini, Fujitsu ja Accenture (Avanade). Keskisuurista IT-palveluyhtiöistä kilpailijoina voidaan mainita Digia, HiQ ja KnowIT. Selkeitä yksittäisiä pääkilpailijoita on kuitenkin vaikea osoittaa kentän pirstaleisuuden vuoksi ja Innofactorin Microsoft-erikoistumisesta johtuen. Yksittäisistä yhtiöistä Innofactor kohtaa useimmiten Tiedon tarjouskilpailuissa. Pienet ohjelmistokehittäjät (kuten Vintec, Reaktor ja Futurice) toimivat pääosin eri palvelualueilla ja näin ollen Innofactor kohtaa niitä harvoin kilpailussa, mutta Siilin kanssa yhtiö on digitaalisen asiakaskokemuksen alueella joissain samoissa kilpailutuksissa. Julkishallinnon puolella yhtiö kohtaa kilpailussa Goforea, joka on avoimeen lähdekoodiin perustuvalla strategialla menestynyt hyvin julkisella sektorilla.

Suurten IT-generalistien vahvuutena kilpailussa ovat mittavat resurssit, joita tukee usein offshore-tuotanto ja sen kustannustehokkuus. Nämä yhtiöt ovat usein keskeisimmissä asiakkuuksissaan vahvasti etabloituneita ja ne ovat keskittyneet palvelemaan vain suurimpia asiakasorganisaatioita. IT-generalistit ovat tyypillisesti kehittäneet asiakkaidensa IT-järjestelmiä yli vuosikymmenen ajan ja asiakkaiden IT-budjeteista merkittävä osa kuluu näiden olemassa olevien vanhojen järjestelmien ylläpitämiseen ja kehittämiseen. Tämä turvaa

suurten palvelutalojen asemaa kilpailussa. Lisäksi asiakkaan IT-järjestelmiä on tyypillisesti kehitetty siten, että IT-toimittajan vaihtaminen on tehty asiakkaalle vaikeaksi (vendor-lock). IT-generalistien asema suurissa organisaatioissa murtuu siten hitaasti. Suurten organisaatioiden IT-budjeteista valtaosa kohdistuu nykyisten järjestelmien ylläpitoon ja kehittämiseen, minkä takia pienet ketterät toimijat usein murtautuvat suuriin asiakkuuksiin muun ostajan kuin tietohallinnon kautta.

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

Hyvästä markkinakysynnästä huolimatta Innofactorin mukaan yhtiön palvelualueilla markkinalla on ollut viime aikoina osin kireää hintakilpailua. Hintakilpailua on erityisesti ollut julkishallinnon projekteissa ja ymmärtääksemme pääasiassa suurten generalistien taholta.

Perinteisten toimijoiden erottautumistekijät

IT-generalistien vahvuutena kilpailussa on mittavat resurssit ja laaja tarjooma. Lisäksi niillä on usein pieniä toimijoita syvempää asiakas- ja toimialaymmärrystä erityisesti suurista organisaatioista kilpailtaessa. Nämä taustajärjestelmissä vahvat toimijat ovat usein keskeisimmissä asiakkuuksissaan vahvasti etabloituneita ja järjestelmät ovat asiakkaille

liiketoimintakriittisiä, mikä tuo niille kilpailuetua.

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 ja tuo liiketoimintaan jatkuvuutta.

Pienten toimijoiden erottautumistekijät

Pienet ketterät toimijat usein murtautuvat suuriin asiakkuuksiin muun ostajan kuin tietohallinnon kautta, jolloin ne eivät välttämättä kohtaa kilpailussa asiakkaan vakiintunutta järjestelmätoimittajaa. Nämä ”uudet toimijat” erottuvat tyypillisesti kilpailussa ketteryydellä, paremmalla palvelulla tai osaamisella jossain erikoistumisalueessa. Lisäksi niiden muutos- ja reagointikyky IT-markkinan muutoksiin on usein perinteisiä parempi. Pieni koko voi olla etu, kun asiakas tarvitsee hankkeeseen luovuutta, nopeutta ja ketteryyttä. Nykyisessä markkinatilanteessa näillä toimijoilla näyttää olevan myös selkeää kilpailuetua osaajakilpailussa.

Vertailuryhmän kasvu ja kannattavuus

Tarkastelemme sivun 24 kuviossa listattujen sekä listaamattomien suomalaisten ja muiden Pohjoismaisten IT-palveluyhtiöiden kasvua ja kannattavuutta. Tarkasteltava joukko muodostaa myös osin arvonmäärityksessämme käyttämämme vertailuryhmän.

Vertailuryhmän kasvu vuositason 2012-2017 on ollut keskimäärin 15 % (2012-2016: 13 %), mitä selittää markkinan nopea toipuminen finanssikriisin jälkeen sekä useiden toimijoiden yrityskaupat.

Innofactorin asemoituminen ja kilpailutekijät

	Ohjelmistokehittäjät	Keskisuuret	IT-generalistit
Esimerkki	Vincit, Futurice, Reaktor, Gofore	Innofactor, Digia ja Solteq	Tieto, CGI, Accenture
Geeniperimä	Uudet digitaaliset palvelut, digitalisaatoratkaisut	Taustajärjestelmät	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 -kyvykkyys Globaali toimituskyvykkyys Laajin tarjooma Vahva asiakaspito
Heikkoudet	Resurssivuokraajan rooliin jääminen Ylläpitokyvykkyys Kyky toimittaa kokonaisratkaisuja	Projektiriskeille altistuminen Tarve uudistua ja investoida Väliinpuotoajan 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 Erinomainen kannattavuus nykymarkkinassa	Maltillinen 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

Kilpailu 2/2

Voimakkaimmin kasvaneet yhtiöt ovat pääasiassa laajentuneet yritysostoin (erityisesti Solteq ja Innofactor), mutta joukossa on myös vahvoja orgaanisia kasvajia (Vincit, Solita, Futurece, Gofore, Reaktor, Siili). Voimakkainta orgaanista kasvua ovat tehneet Vincit sekä Gofore. Hitaimmin ovat kasvaneet suuremmat toimijat, jotka ovat kärsineet markkinan murroksesta (kuten Tieto, CGI, Know-IT ja CGI:n ostama Affecto).

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. Markkinoilla on siis ollut pienille toimijoille hyvin tilaa kasvaa, jos ne ovat osanneet keskittyä oikeille palvelualueille.

Kannattavuuden osalta vertailujoukon keskiarvo on 11,8 % käyttökatteella (EBITDA-%) mitattuna vuositason 2011-2017 (2011-2016: 11,8 %). Innofactorin kannattavuus on ollut sektoria heikompi. Yhtiöt ovat keskimäärin kannattavuudeltaan terveellä tasolla, eikä vertailussa ole merkkejä toimialan epäterveestä kilpailutilanteesta. IT-palveluiden toimialalla 10-15 % EBITDA-tasoa voidaan pitää hyvänä kannattavuustasona. Yksinumeroisiin kannattavuustasoihin yhtiöiden ei pitäisi olla tyytyväisiä. Suuret generalistit Tieto ja CGI ovat tehneet hyvää kannattavuutta hitaasta kasvusta huolimatta, mikä perustuu niiden vahvaan markkina-asemaan ja ohjelmistoliiketoimintaan.

Markkinan pienissä ketterissä toimijoissa (kuten Gofore, Reaktor ja Vincit) hämmästyttävää on se,

että ne pystyvät samanaikaisesti sekä vahvaan kasvuun että kannattavuuteen. Arviomme mukaan vahva kannattavuus perustuu osin näiden yhtiöiden kevyisiin organisaatorakenteisiin ja toisaalta vahva kasvu perustuu niiden organisaatiomalliin, joka houkuttelee osaajia. Kannattavuutta on ajanut myös näiden toimijoiden liiketoimintamallin painottuminen asiantuntijatyön tunti-laskutukseen, 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. Kyseessä voi kuitenkin olla vain nykyisestä ohjelmistokehityksen suotuisasta markkinatilanteesta johtuva ilmiö, joka ei ole pitkällä aikavälillä kestävä.

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

IT-konsulttitalojen uhkakuvat

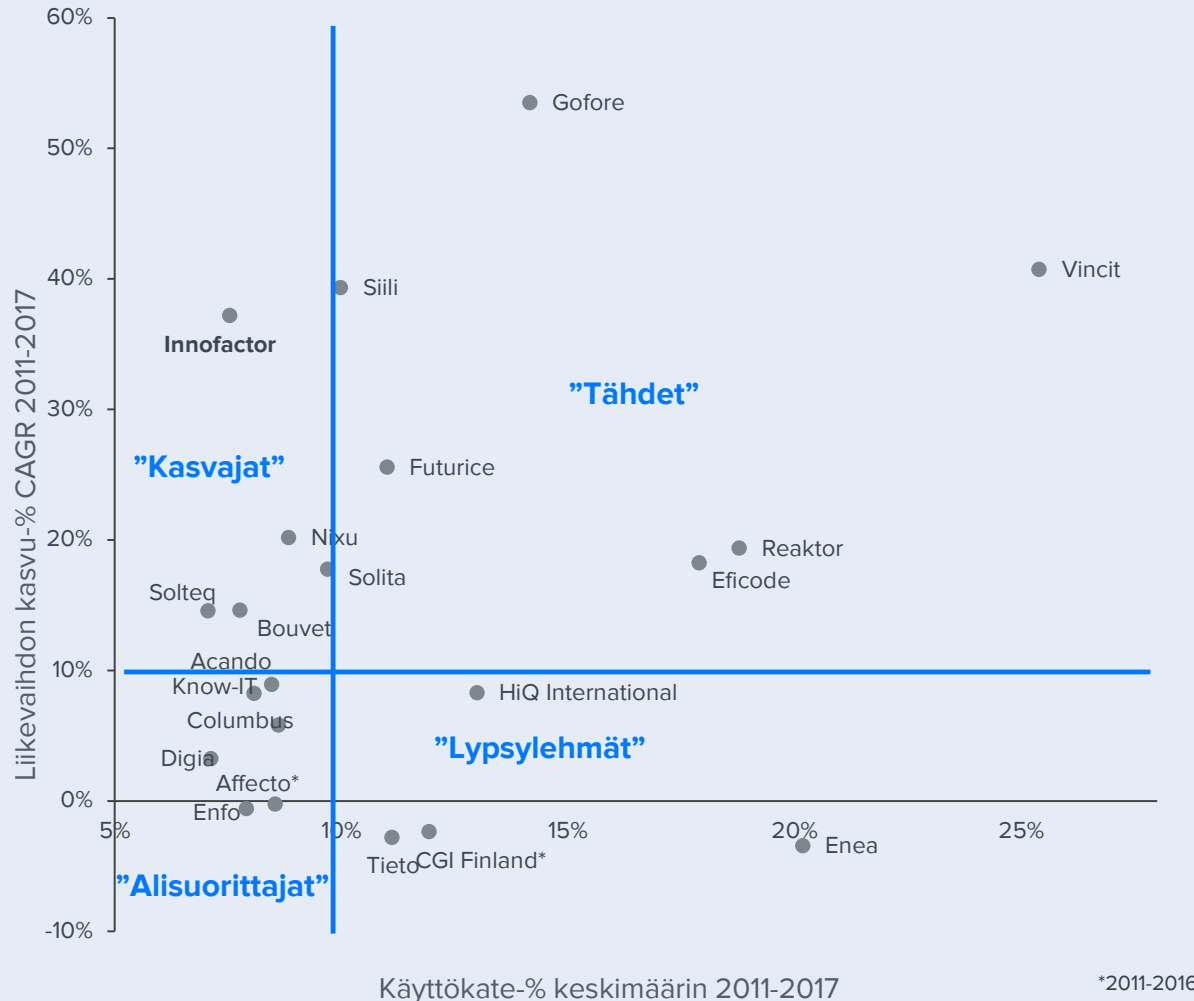
Suotuisasta markkinatilanteesta huolimatta keskeisiä uhkakuvia IT-palveluyhtiöille ovat mielestämme seuraavat:

- Asiakasorganisaatioiden suuntaus hyödyntää sisäisiä resursseja voi heikentää kysyntää ulkoistetuille ohjelmistokehityspalveluille. Digitalisaatiosta on tullut monille strateginen asia, minkä takia sitä ei haluta ulkoistaa. IT-konsulttien rooli voi muuttua enemmän strategisen neuvonantajan suuntaan ja laaja osaamisalueiden tuntemus korostuu, sillä

asiakkaiden on vaikea rakentaa kaikkia osaamisalueita itse. Pelkät IT-resurssitoimittajat ovat helposti korvattavissa ja niiden asema arvoketjussa voi jäädä henkilöstövuokraajan verrattavaksi rooliksi.

- Erilaiset IT-asiantuntijaresurssien välittäjäpalvelut, freelance-työ sekä yrittäjyys tulevat aina imemään osan IT-konsulttitalojen osaajista. Osaajat vievät usein mukanaan asiakkaita. Pelkkien resurssitoimittajien roolissa olevat IT-toimittajat ovat tässäkin heikoilla, kun taas strategisen neuvonantajan roolissa olevat toimijat ovat vaikeammin korvattavissa.
- Liiketoimintamallin jatkuvuuden puute on usean konsulttitalon uhakuva, jota ei nykyisessä suotuisassa markkinatilanteessa kuitenkaan mielestämme yleisesti tunnisteta. Asiakkaiden on helppo ottaa resursseja sisäiseen käyttöön ja vähentää ulkoisten ohjelmistokehitysresurssien ostoja, mikäli taloustilanne nopeasti heikentyisi. Tämän osalta Innofactor on selkeästi vahvoilla verrattuna moniin pienempiin toimijoihin.
- Automaatio ja ohjelmistorobotiikka uhkaavat monien IT-osaajien työtä. Monilla perinteisillä toimijoilla on tarve uudelleen kouluttaa henkilöstöä jatkuvasti. Kyky reagoida markkinatrendeihin kilpailuetuna korostuu.
- Ohjelmistoyhtiöiden liiketoimintamallit muuttuvat kohti palveluita, ja ne pyrkivät saamaan yhä suuremman osan asiakkuuden arvosta. Tämä voi ajaa ohjelmistoyhtiöitä yhä vahvemmin kilpailuun integraattoreiden kanssa. Lisäksi tämä pienentää lisenssimyynnistä saatavia katteita, mistä on jo nähtävissä merkkejä.

Kilpailukentän kehitys



Tähdet ovat markkinan edelläkävijöitä, jotka ovat 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.

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

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

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

Strategia 1/3

Pohjoismainen Microsoft-osaaja

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

Microsoftin kumppaniverkosto on Pohjoismaissa hyvin sirpaloitunut ja koostuu useista toimijoista eri kokoluokissa. Markkinalla ei juurikaan ole muita Innofactorin kokoluokassa olevia Microsoftiin erikoistuneita toimijoita. Tämä yhdessä markkinan sirpaloituneisuuden kanssa luo Innofactorille pitkällä aikavälillä hyvät edellytykset jatkaa konsolidointia ja vahvistaa markkina-asemaansa. Tällä hetkellä yhtiön fokus on kuitenkin organisaation nykyisen kokoonpanon yhtenäistämässä.

Omilla ohjelmistoilla ja tuotteistuksella kilpailuetua ja skaalautuvuutta

Innofactor kehittää omia ohjelmistotuotteita tukemaan skaalautuvuutta ja palvelumyyntiä. Yhtiö ei lähtökohtaisesti kehittä ohjelmistotuotteita globaaleille markkinoille, vaan paikallisesti vahvistamaan tarjontaa nykyasiakkaille sekä markkinoille, joissa yhtiöllä on jo vahvaa läsnäoloa.

Yhtiö on käyttänyt viime vuosina 2-3 MEUR (5-6 % liikevaihdosta) vuodessa tuotekehitykseen. Pitkässä juoksussa yhtiö näkee tuotekehityskulujen mahdollisesti nousevan lähelle

historiallista 10 %:n tasoa liikevaihdosta (12-13 % vuonna 2012-2013). Tällä hetkellä yhtiö kuitenkin odottaa kulujen pysyvän vakaana. Innofactor ei tavallisesti aktivoi kehitysmenoja taseeseen, vaan panostukset tehdään suoraan tuloksesta.

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

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

Pohjoismaisen Microsoft-talon pohjan rakentaminen jatkuu vielä kuluvan vuoden

Innofactor saavutti syksyn 2016 Lumagate-kaupan myötä visionsa mukaisen Microsoft-pohjaisten ratkaisujen ykköstoimittajan aseman Pohjoismaissa. Näin ollen yhtiön strategia siirtyi seuraavan vaiheeseen. Vuosina 2017-2020 Innofactor pyrkii ensisijaisesti yhtenäistämään tarjontansa Pohjoismaissa valitsemillaan osa-alueilla. Yritystotot voivat olla osa kasvua, mutta yritysjärjestelyiden suhteellinen osuus kasvusta pienenee.

Fokus on nyt Pohjoismaissa tehtyjen yrityskauppojen integroinnissa, pohjoismaisen organisaation rakentamisessa sekä tehokkuudessa, minkä pitäisi alkaa asteittain

parantaa yhtiön kannattavuutta nykyiseltä heikolta tasolta. Strategian onnistuminen ei ole enää vahvasti hyvien yrityskauppa-kohteiden löytymisestä kiinni, vaan se riippuu enemmän yhtiön kyvystä saada yrityskaupoilla rakennettu kansainvälinen toimija yhtenäiseksi, tehokkaaksi kokonaisuudeksi. Strategian onnistumisen kannalta on keskeistä, ettei yhtiö jää liian siilomaiseksi organisaatioksi, jossa maayksiköt ovat itsenäisiä irrallisia yhtiöitä eikä synergioita saada hyödynnettyä.

Arvioimme pohjoismaisen laajan tarjonnan parantavan Innofactorin kilpailukykyä keskisuurissa ja suurissa asiakkaissa, joilla on toimintoja useammassa Pohjoismaassa. Samalla yhtiö pääsee myös hyödyntämään vahvemmin eri maiden välistä ristiinmyyntiä tuotteissa ja osaamisalueissa. Toistaiseksi yhtiön eri toimintamaiden välisten synergioiden hyödyntäminen on arviomme mukaan vielä hyvin alkuvaiheessa eikä hyötyjä ole vielä ainakaan olennaisesti realisoitunut. Onnistuessaan tuotteiden ja osaamisten ristiinmyynti eri maiden välillä voisi kuitenkin selvästi parantaa Innofactorin orgaanista kasvua ja skaalautuvuutta. Tehokkuutta ja synergiaa yhtiö odottaa myös uudesta yhtenäisestä toiminnanohjausjärjestelmästä.

Viime vuosi oli strategian implementoinnin kannalta välivuosi. Yhtiöllä ilmeni ongelmia ERP-hankeen implementoinnissa ja organisaation johdossa vaihtui useampia henkilöitä. Lisäksi hallitus vaihtui pääomistajaa lukuun ottamatta. ERP-hankkeessa yhtiön virhe oli lähteä implementoimaan Microsoftin uutta D365-järjestelmää ennen kuin Microsoftin uusi tuote oli vielä täysin valmis. Nyt ERP-hankeen viimeisen maan, Ruotsin käyttöönotto alkaa heinäkuussa ja arviomme mukaan on viimeistään vuoden lopussa täydessä toiminnassa.

Strategia 2/3

Taloudelliset tavoitteet

Innofactor julkisti vajaa kaksi vuotta sitten uuden strategian yhteydessä uudet kunnianhimoiset taloudelliset tavoitteet. Viime vuoden haasteiden myötä yhtiö kuitenkin lykkäsi tavoitteiden saavuttamisen aikataulua. Yhtiö tavoittelee edelleen 20 %:n kasvua ja 20 %:n käyttökatetta, mutta ei arvioi pääsevänsä niihin vielä vuoteen 2020 mennessä, vaan odottaa saavuttavansa ne pitkällä aikavälillä. Innofactorin 20 %:n orgaanisen kasvun tavoite on näkemyksemme mukaan edelleen kunnianhimoinen, vaikka aikataulua lykättiin. Pidämme myös 20 %:n käyttökatemarginaalitavoitetta erittäin kunnianhimoisena. Yhtiö tarkensi myös osinkopolitiikkaansa ja pyrkii maksamaan osinkona yli 10 %:n käyttökatte-% tason ylittävän osuuden (aikaisemmin viimeistään 2020).

Innofactorin keinot pääosin orgaaniseen 20 %:n kasvutavoitteen saavuttamiseksi ovat:

- Keskittyminen toimialoihin ja asiakassegmentteihin, joissa on suurin kasvupotentiaali yhtiölle (kuten sosiaali- ja terveydenhuolto sekä hyvinvointipalvelut)
- Tehostaa tuotteiden ja palveluiden myyntiä
- Markkinointipanostuksilla tehostaa uusasiakashankintaa ja vahvistaa mielikuvaa Innofactorista johtavana pohjoismaisena digitalisaation ja pilvipalveluiden toteuttajana sekä tehostaakseen myyntiä.
- Keskittyminen osaamisen hallintaan, rekrytointiin ja resurssoinnin optimointiin pohjoismaisella tasolla (uusi keino).

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

- Siirtää tarjoomaa ja liikevaihdon painopistettä vahvemmin omiin tuotteisiin ja palveluihin
- Kehittää omaa henkilöstöä, jotta asiakkaat ovat valmiita maksamaan korkeamman hinnan
- Parantaa laskutusastetta turhan työn tai ei-laskutettavan työn minimoimisella
- Panostaa operatiiviseen tehokkuuteen kehittämällä liiketoiminnan kvartaalitasoon taloudellista vastuullisuutta, sisäisiä tietojärjestelmiä ja ennustettavuutta (uusi keino).

Näkemyksemme mukaan Innofactorin pääseminen kannattavuustavoitteeseen edellyttää yhtiöltä vahvaa onnistumista maiden välisten synergioiden realisoinnissa, tuotteistuksessa, omissa ohjelmistotuotteissa ja ennen kaikkea myynnissä. Tätä ei vielä ole näköpiirissä ja odotamme yhtiöltä edelleen näyttöjä tämän suhteen. Yhtiön EBITDA-%:n tavoite tarkoittaisi kannattavuuden yli kaksinkertaistumista yhtiön historialliselta tasolta (tällä hetkellä kannattavuus on vielä huomattavasti matalampi). Pidämme tavoitetta erittäin kunnianhimoisena, mutta emme mahdottomana. Toimialan keskimääräiset EBITDA-%:t liikkuvat noin 10 %:ssa ja parhailla toimijoilla 20 %:n tasolla. Innofactorin tavoite heijastelee enemmän ohjelmistoyhtiön kuin palveluyhtiön kannattavuusprofiilia.

Emme odota Innofactorin yltävän sen tavoittelemaan 20 %:n orgaanisen kasvuun, mutta uskomme yhtiön pystyvän kiihdyttämään kasvua lähivuosina. Kasvun kiihtyminen perustuu erityisesti IT-palvelumarkkinan hyviin kysyntänäkymiin Pohjoismaissa. Erityisesti asiakasorganisaatioiden IT:n kiihtyvä siirtymä pilviympäristöihin edellyttää suurta määrää

integraatiotyötä, missä Innofactorilla on vahvaa osaamista. Samalla orgaaninen kasvu vaatii yhtiöltä myynnin lisäksi vahvaa onnistumista rekrytoinneissa, mikä toimii IT-sektorilla tällä hetkellä pullonkaulana monille toimijoille.

Yhtiö on kasvanut vahvasti yrityskauppojen vetämänä

Innofactor on historiallisesti kasvanut vahvasti yrityskauppojen vetämänä ja näkemyksemme mukaan iso osa yhtiön arvonluonnista on perustunut järkevästi rakennettuihin yritysjärjestelyihin. Käytännössä yrityksiä on ostettu rakenteella, jossa kohdeyhtiöstä maksetaan vain pieni osa käteisellä ja merkittävämpi osa omalla osakkeella. Tämä on mahdollistanut nopean kasvun ilman, että Innofactor olisi tarvinnut vahvaa tasetta tai suuria pääomia ennakkoon. Lisäksi kauppahinnasta tyypillisesti iso osa on painottunut earnout-lisäkauppahintaan. Kauppojen arvostustasot ovat myös järjestään olleet alempia kuin Innofactorin omat arvostuskertoimet pörssissä. Nämä tekijät ovat pienentäneet riskiä ylihinnan maksamisesta. Kokonaisuutta katsottaessa yhtiö on mielestämme hallinnut pääomarakennettaan järkevästi ja hyödyntänyt myös pientä velkavipua ostoissa. Mielestämme lähtökohtaisesti kassavirtapositiivisten palveluyhtiöiden yritysostoissa myös pienen velkavivun käyttö yritysostoihin on perusteltua.

Sen sijaan kauppojen integroinnissa ja kannattavuussynergioiden realisoinnissa yhtiö ei ole onnistunut tähän mennessä yhtä hyvin. Esimerkiksi Tanskan yrityskaupat (2012-2013) ovat olleet yhtiölle haastavia ja atBusiness-kaupan (2013) integraatio oli myös vaikea. Osin tämän takia yhtiöllä oli muutaman vuoden tauko yrityskaupoissa näkemyksemme mukaan.

Strategia 3/3

Vuonna 2015 toteutetun Cinteros- ja 2016 lopussa toteutetun Lumagate-kaupan integroinnissa on myös ollut haasteita. Ostettujen kohdeyhtiöiden yrittäjät ovat pääasiassa lähteneet Innofactorista ja johtoryhmän suuri vaihtuvuus on oletettavasti hidastanut operatiivista kehitystä. Arvioimme yhtiön jälleen pitävän pienen tauon yritysostoissa ja ensin integroivansa nykyiset kaupat paremmin yhtenäiseksi kokonaisuudeksi.

Viimeisimmät yrityskaupat

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

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

Cinterosin kauppahinta vastasi arviomme mukaan noin 0,7 EV/Liikevaihto -kerrointa ja oli näin ollen edullinen. Yhtiön kehitys oli arviomme mukaan hyvää aina viime vuoteen asti, jolloin johdon earn-out loppui. Ruotsin maajohtaja vaihtui tämän vuoden alussa.

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

Yrityskauppojen merkitys pienenee jatkossa

Innofactor keskittyy nykyisessä strategiavaiheessaan todennäköisesti kooltaan hieman pienempiin yrityksiin, joiden avulla yhtiö pyrkii laajentamaan tarjontansa kattavuutta maakohtaisesti sekä hankkimaan pilvipohjaista tuote- ja palveluliiketoimintaa. Siten yritysostojen painoarvo pienenee. Maakohtaisesti pidämme todennäköisempänä, että yhtiö vahvistaisi Tanskan tai Norjan markkina-asemaa. Innofactorin historialliset näytöt sen kyvystä kasvaa yritysostoin ja opit riskien realisoitumisesta antavat luottamusta yhtiön kykyyn luoda omistaja-arvoa jatkossa konsolidoimalla omaa markkinaansa Pohjoismaissa. Odotamme kuitenkin ainakin vielä kuluvan vuoden menevän

perustan rakentamisessa.

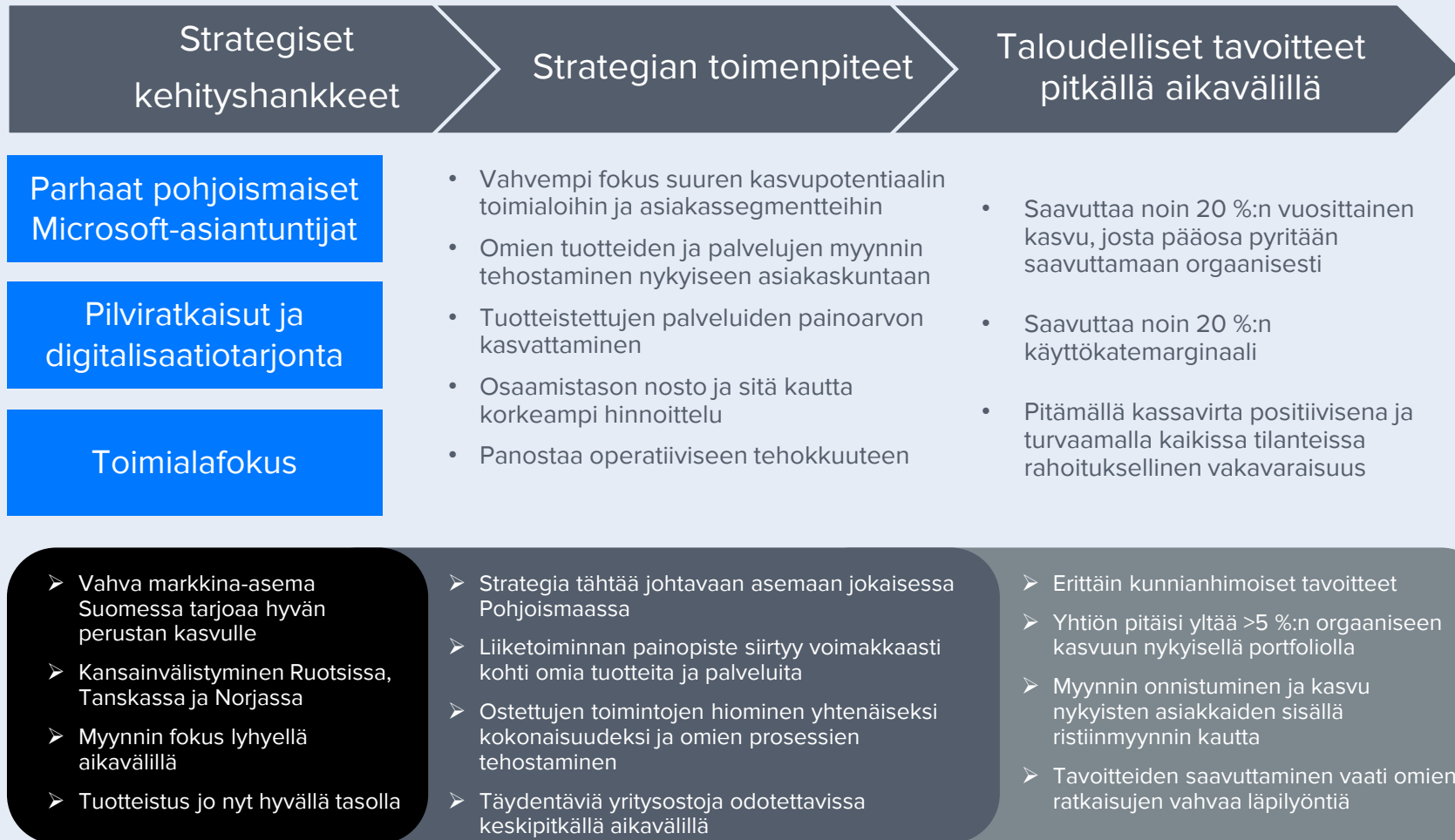
Kilpailuetuina Microsoft-osaaminen ja omat ohjelmistot

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

Microsoftiin keskittyvän strategian suurimpana heikkoutena näemme Innofactorin riippuvuuden Microsoftin strategian onnistumisesta pitkällä aikavälillä sekä avoimen lähdekoodin ohjelmistojen suosion nousun. Innofactor ei kuitenkaan enää poissulje muiden teknologioiden käyttöä ja myös Microsoftin strategia elää jatkuvasti muun muassa viimeaikaisen GitHub-oston myötä. Innofactoriin nähden teknologiariippumattomien kilpailijoiden etuna on se, että ne pystyvät valitsemaan useiden teknologioiden joukosta aina asiakaan ongelmaan parhaan ratkaisun.

Muita Innofactorin kilpailuetuja ovat suhteellisen pienen koon tuoma ketteruus ja joustavuus. Pienempiä toimijoita vastaan oman tarjoaman pidemmälle viety tuotteistus ja omat ohjelmistotuotteet ovat yksi kilpailuetu. Erityisesti kun asiakasorganisaatioiden toimintoja viedään pilveen, on IT-toimittajalle kriittistä omistaa työkalut ja hallita prosessit, joilla siirto tehdään sujuvasti käytön keskeytymättä. Tällä alueella Innofactorilla on osaamista erityisesti Azure-ympäristössä.

Innofactorin strategian yhteenveto



Innofactorin yrityskaupat

Innofactorin yrityskaupat 2012 jälkeen, Inderes arviot

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

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

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

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

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

Bridgeconsulting (Tanska)

- Analytiikkaosaaminen
- Microsoft-teknologiat
- Päänavaus Tanskaan

atBusiness (Suomi)

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

Enabling (Tanska)

- IT-konsultointi
- Sharepoint ja muu Microsoft-osaaminen

Cinteros (Ruotsi)

- Erityisesti Microsoft Dynamics CRM
- Vahva asema ja tuotetarjonta järjestöasiakkaissa
- Vahva kasvu myös yrityskaupan jälkeen

Lumagate (Ruotsi, Norja ja Tanska)

- Pohjoismaiden johtava Microsoft Azure -toimittaja
- Läsnäoloa Ruotsiin, Norjaan ja Tanskaan
- Kehitys pettymys yrityskaupan jälkeen

Historiallinen kehitys

Historiallinen kasvu ollut vahvaa, osittain kannattavuuden kustannuksella

Innofactorin pitkän aikavälin liikevaihdon kasvu on ollut voimakasta ja erityisesti yrityskauppavetoista. Yhtiön voimakas kasvu on osittain tullut kannattavuuden kustannuksella, joka on jäänyt sektorin muiden yhtiöiden tasosta. Yhtiö ylsi yli 20 %:n EBITDA-tasoihin vielä ennen listautumistaan, minkä jälkeen kannattavuus on asettunut hieman alle 10 %:n tuntumaan, mitä voidaan pitää yhtiön toimialalla kohtalaisena kannattavuustasona. Viimeisen vuoden aikana kannattavuus on ollut selkeämpi pettymys. Liikevaihdon voimakas kasvu huomioiden on ymmärrettävää, ettei kannattavuus ole saavuttanut potentiaalista tasoaan.

Innofactorin liikevaihto kasvoi vuosina 2010-2017 43 %, 74 %, 9 %, 74 %, 34 % 1 %, 34 % ja 10 % viime vuonna. Viime vuoden kasvua veti erityisesti Lumagate-yrityskauppa (Q1-Q3).

Innofactorin kertaeristä oikaistu EBITDA-% on ollut 8,1 % - 12,1 % välillä vuosina 2011-2016 ja 2,0 % viime vuonna. Historiassa yhtiö on yltänyt kohtalaiseen kannattavuuteen kasvusta huolimatta. Raportoitu EBITDA-% on ollut samaan aikaan 6,5 % - 10,0 % välillä, viime vuotta lukuun ottamatta. Kertaerät ovat liittyneet lähinnä listautumiskuluihin ja yritysjärjestelyihin. Osin kertaeristä johtuen Innofactorin kannattavuuden heilahtelut ovat olleet viime vuosina melko suuria yhtiön verrokkeihin nähden ja kannattavuuden rajut muutokset ovat arviomme mukaan osin heijastuneet myös yhtiön osakekurssin volatilitettiin ja hyväksyttäviin arvostuskertoimiin.

Vuosineljänneksellä Innofactorin ensimmäinen neljännes on tyypillisesti vuoden heikoin ja kannattavuuskehitys on vuoden mittaan nousujohteista. Q4 on yhtiölle kausiluonteisesti

ollut vahva, mikä johtuu lisenssimyyntin painottumisesta loppuvuoteen ja tasoittuu jatkossa IFRS 15 käyttöönoton myötä. Q3 taas on liikevaihdollisesti muita neljänneksiä heikompi johtuen kesälomasesongista.

2017: Useita riskejä realisoitui

Innofactorin liikevaihdon kasvu oli viime vuonna vain (+10 %), vaikka Lumagate-yrityskauppa tuki liikevaihtoa. Liikevaihdon kasvua hidasti useiden yritysostovetoiseen kansainvälistymisstrategiaan liittyneiden riskien realisoituminen, kuten 1) Suomessa useamman asiakasprojektin käynnistymisen venyminen johti mataliin käyttöasteisiin, 2) Tanskassa projektikirjausten korjaukset johtivat tappioihin, 3) Ruotsissa oli tappiollisia asiakasprojekteja, 4) toiminnanohjausjärjestelmässä oli haasteita ja 5) samaan aikaan johtoportaassa oli vaihtuvuutta.

Lumagate-kaupan myötä maantieteellinen jakauma hajaantui edelleen Norjan ja Ruotsin osuuksien liikevaihdosta noustessa. Vuonna 2017 Suomen osuus liikevaihdosta oli 56 % (2016: 64 %), Ruotsin 28 % (25 %), Norjan 8 % (2 %) ja Tanskan 8 % (9 %).

Viime vuoden käyttökatemarginaali jäi useamman riskin realisoitumisen myötä todella heikoksi ja oli 2,0 % (2016: 8,1 %). Nämä haasteet heijastuivat myös Q1'18:lla ja liikevaihto laski 4,5 %. IT-markkinan kysyntätilanteen valossa on tämä heikko suoritus. Yhtiön mukaan liikevaihdon laskun takana ei ollut yksittäisiä syitä, ja kehitys oli tasaisesti vaisua johtuen heikosta myynnistä.

Yhtiö kertoi Q1'18:lla edistyneensä merkittävästi pohjoismaisten toimintamallien ja järjestelmien käyttöönotossa ja sanoo sillä olevan positiivinen vaikutus yhtiön toiminnan ohjaamisessa. Viimeisenä maana yhtiön tavoitteena on aloittaa

yhteisen toiminnanohjausjärjestelmän käyttöönotto Ruotsissa heinäkuun alussa.

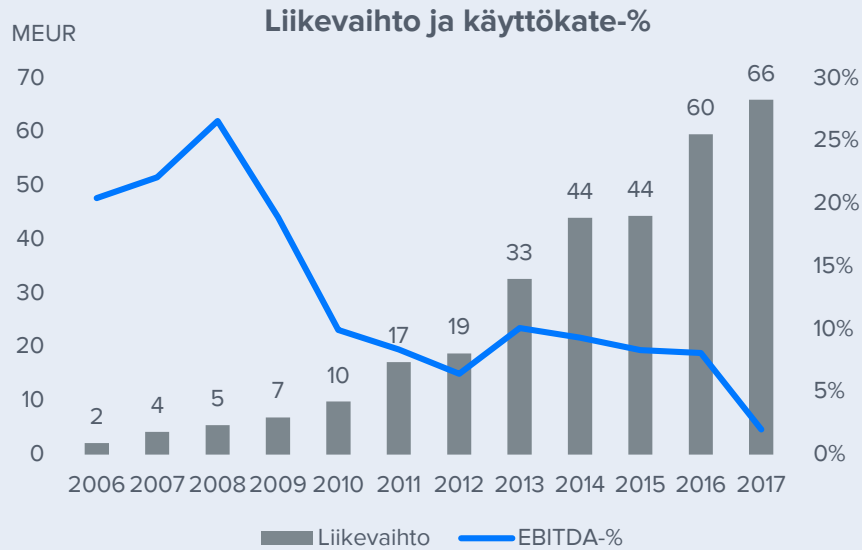
Tase ja rahoitus

Innofactorin tase on rakenteeltaan terve, mutta kilpailijoihin verrattuna enemmän vivutettu. Ensimmäisen neljänneksen lopun omavaraisuusaste oli 44 % ja nettovelkaantumisaste 53 %. Velkavipu nostaa osakkeen riskitasoa erityisesti nykytilanteessa, jossa yhtiön kannattavuuskehitys on heikkoa. Yhtiöllä oli ensimmäisen neljänneksen lopussa kassassa 0,9 MEUR käteistä. Yhtiön kassa on ollut jatkuvasti tehokkaassa käytössä ja yhtiö on konsolidoinut markkinaa rahoittaen yrityskaupat pankkilainalla ja omalla osakkeella. Yhtiöllä on kohtalaiset edellytykset pieniin yrityskauppoihin, mutta suuret kaupat vaatisivat lisärahoitusta.

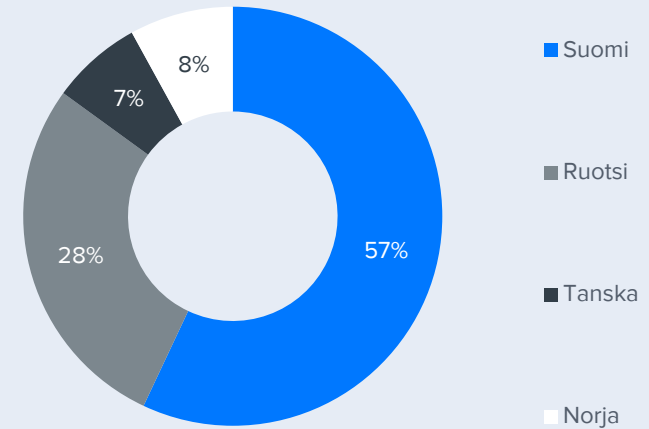
Innofactorilla oli ensimmäisen neljänneksen lopussa taseessaan noin 7,2 MEUR:n edestä yrityskauppoihin liittyviä aktivoituja asiakassuhteita ja teknologioita, joita yhtiö poistaa IFRS3-poistojen mukaisesti arviomme mukaan noin 2,0 MEUR vuodessa. Tällä on kirjanpidollinen negatiivinen tulosvaikutus, jonka oikaisemme vertailukelpoisuuden takia yhtiön liikevoitosta ja osakekohtaisesta tuloksesta. Liikearvoa yhtiöllä oli ensimmäisen neljänneksen lopussa taseessa noin 26 MEUR. Liikearvon syntyminen ei ole huolestuttavaa ja se on luonnollista asiantuntijayritysten yritysostoissa, koska ne operoivat tyypillisesti hyvin kevyellä taseella. Lisäksi yhtiöllä oli 5,8 MEUR verosaamia taseessa ensimmäisen neljänneksen lopussa.

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

Historiallinen kehitys



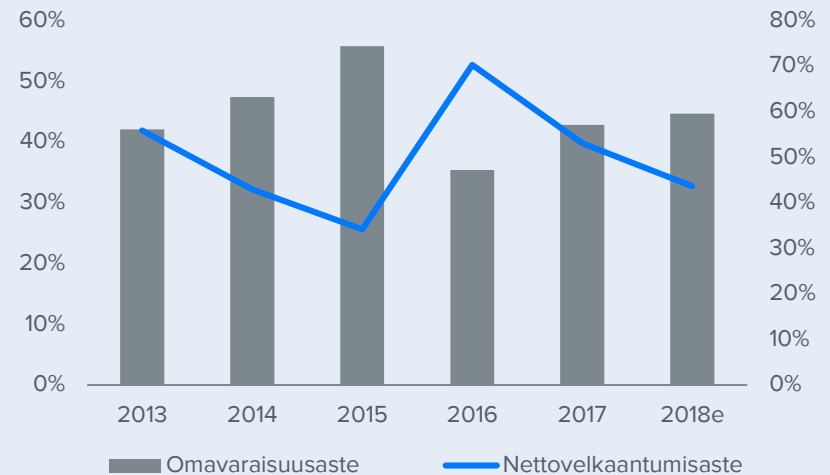
Maantieteellinen liikevaihto Q1'18



Innofactorin tase Q1'18



Taseen avainlukujen kehitys



Ennusteet

Ennusteemme ovat varovaisia, tulosvaroitukseen lievä riski

Innofactor odottaa vuoden 2018 liikevaihdon ja käyttökateen (EBITDA) kasvavan vuodesta 2017, jolloin liikevaihto oli 65,7 MEUR ja käyttökate 1,3 MEUR. Yhtiön Q1 oli heikko niin liikevaihdon kuin tuloksen osalta (liikevaihto -4,5 %, EBITDA-% 2,1 %). Yhtiö ennakoii Q1-raportin yhteydessä liikevaihdon käänteen tapahtuvan toisen vuosineljänneksen ja kannattavuuden toisen vuosipuoliskon aikana. Pidämme käyttökateohjeistuksen saavuttamista yhtiölle helppona, koska H2 on kausiluonteisesti vahvempi ja vertailukauden tulos todella heikko. Liikevaihdon osalta yhtiön on arvioimme mukaan onnistuttava Q2:n myynnissä, jotta loppuvuonna päästään kasvu-uralle. Jos myynnissä ei onnistuta, on osakkeessa lievä tulosvaroitusriski liikevaihto-ohjeistuksen osalta.

Odotamme Innofactorin liikevaihdon kasvavan 1 %:n 66,1 MEUR:oon ja käyttökateen nousevan 3,4 MEUR:oon tai 5,1 %:iin liikevaihdosta (2017: 1,3 MEUR tai 2,1 %). Yhtiön ensimmäisen neljänneksen liikevaihto jäi hieman ennusteestamme ja painoi samalla tulostason odotuksiamme alemmas. Ennustamme liikevaihdon kehityksen olevan -3 %, +2 % ja +8 % Q2-Q4:lla (Q1'18 -4,5 %).

Odotamme käyttökatemarginaalin parantuvan vuoden mittaan liikevaihdon kehityksen ajamana. Lisäksi Innofactorin kehitys paranee kausiluonteisesti vuoden loppua kohden. Ennustamme käyttökatemarginaalin parantuvan 3 %, 6 % ja 9 %:iin Q2-Q4 (Q1'18 2 %). Odotamme IFRS3-poistojen jatkuvan 0,5 MEUR:n kvartaalitasolla. Muilta tulosriveiltä emme odota

muutoksia Q1:n tasoon nähden. Näin ollen odotamme oikaistun osakekohtaisen tuloksen nousevan 0,06 euroon viime vuoden 0,01 eurosta.

Innofactor on Q4'16-Q1'18 aktivoinut toiminnanohjausjärjestelmän kehittämiskustannuksia yhteensä 1,6 MEUR:lla tai keskimäärin vajaat 0,3 MEUR neljänneksittäin. Tähän liittyen arvioimme yhtiön aktivoivan kuluja vielä Q2-Q3:lla noin 0,3 MEUR kvartaalitasolla. Tämä kasvattaa hieman lähivuosien poistomassaa ja arvioimme kehittämiskulujen poistojen olevan noin 0,3 MEUR vuodessa, koska ne poistetaan 5 vuodessa. Tulosta rasittavat myös yrityskauppoihin liittyvien aineettomien hyödykkeiden kirjanpidolliset IFRS3-poistot. Odotamme aineettomien hyödykkeiden poistojen olevan kokonaisuudessaan noin 2 MEUR vuositasolla. Oikaisemme IFRS3-poistot (1,7 MEUR vuositasolla) tuloksesta vertailukelpoisuuden parantamiseksi.

Keskipitkän ja pitkän aikavälin ennusteet

Arvioimme Innofactorin yltävän nykyrakenteella 3-4 %:n orgaaniseen vuotuisen kasvuun sekä 7-9 %:n EBITDA-marginaaliin vuosina 2019-2021. Huomioiden erityisesti Ruotsin vahva kasvu ympäristö ja Suomen edelleen piristynyt taloudellinen tilanne, pitäisi yhtiöllä olla hyvät edellytykset tämän tason kasvuun. Ennusteemme heijastelee IT-palvelumarkkinoiden lähivuosien kasvuvauhtia. Kannattavuusennusteemme vastaa käytännössä sektorin heikommin kannattavien yhtiöiden tasoa (sektorin keskimääräinen 2012-2017 EBITDA-% 11,3 %). Yhtiöllä pitäisi olla hyvät

edellytykset sektorin kannattavuustasoon, mutta pidämme ennusteemme vielä toistaiseksi konservatiivisena johtuen viime vuosien heikosta kehityksestä kannattavuudessa.

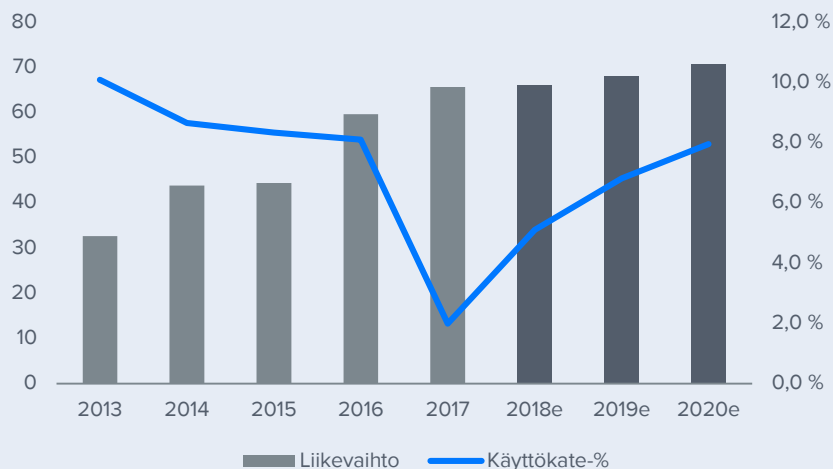
Ennustamme yhtiön IFRS3-poistoista oikaistun osakekohtainen tuloksen olevan 0,09, 0,11 ja 0,12 euroa vuosina 2019-2021. Varovaisten ennusteiden ja uuden osinkopolitiikan myötä emme uskalla odottaa yhtiöltä osinkoja tulevina vuosina. Yhtiön on käytettävä tulo-rahhoitusta myös taseen vahvistamiseen johtuen korkeahkosta velkavivusta.

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

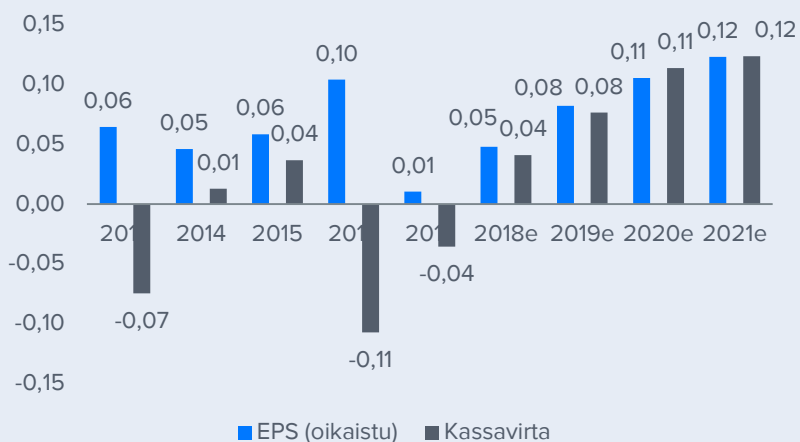
Vuoden 2021 jälkeen ennustamme Innofactorin liikevaihdon asteittain hiipuvan kohti 1,5 % ikuisuusoletuksessa. Samalla odotamme kannattavuuden asteittain laskevan kohti 6 %:n EBITDA-% ikuisuusoletuksessa. Näin ollen yhtiö jää ennusteessamme selvästi 20 %:n orgaanisen kasvun ja 20 %:n käyttökatemarginaalin tavoitteesta myös pitkällä aikavälillä. Selkeästi tavoitetason alapuolelle jääminen ei kuitenkaan ole osakkeen kannalta negatiivista, sillä markkinat eivät hinnoittele yhtiölle olennaista tulosparannusta.

Tulosennusteet

Liikevaihdon ja kannattavuuden kehitys



Osakekohtainen tulos ja kassavirta



Lähde: Inderes

Lyhennetty tuloslaskelma	2013	2014	2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e	2021e
Liikevaihto	32,7	43,8	44,5	59,6	65,7	66,1	68,0	70,8	73,6
Käyttökate (EBITDA)	3,3	3,8	3,7	4,8	1,3	3,4	4,6	5,6	6,3
Oikaistu liikevoitto (EBIT)	2,9	2,3	2,7	4,2	0,6	2,4	4,0	4,9	5,7
Oik. liikevoitto-%	8,9 %	5,3 %	6,2 %	7,1 %	0,9 %	3,6 %	5,8 %	7,0 %	7,7 %
Liikevoitto (EBIT)	2,3	2,4	2,5	2,3	-1,5	0,7	2,2	3,5	4,8
Tulos ennen veroja	1,9	1,9	1,9	1,9	-1,6	0,2	1,7	3,1	4,6
Nettotulos	1,4	1,6	1,5	1,5	-1,3	0,2	1,3	2,5	3,7
Osakekohtainen tulos		0,05	0,06	0,10	0,01	0,06	0,09	0,11	0,12
Vapaa kassavirta	-2,4	0,4	1,2	-3,5	-1,3	1,5	2,8	4,2	4,6

Lähde: Inderes

Avainluvut	2013	2014	2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e	2021e
Liikevaihdon kasvu-%	73,7 %	34,1 %	1,4 %	34,1 %	10,1 %	0,6 %	3,0 %	4,0 %	4,0 %
Käyttökate-%	10,1 %	8,7 %	8,3 %	8,1 %	2,0 %	5,1 %	6,8 %	7,9 %	8,5 %
Liikevoitto-%	6,9 %	5,5 %	5,7 %	3,9 %	-2,2 %	1,0 %	3,2 %	5,0 %	6,5 %
ROE-%	8,4 %	7,4 %	6,6 %	6,5 %	-5,3 %	0,7 %	4,7 %	8,1 %	10,9 %
ROI-%	12,9 %	7,5 %	7,6 %	6,4 %	-3,7 %	1,8 %	5,7 %	9,4 %	13,1 %
Omavaraisuusaste	42,1 %	47,4 %	55,8 %	35,4 %	42,8 %	44,6 %	49,7 %	53,8 %	59,8 %
Nettovelkaantumisaste	55,9 %	42,9 %	34,1 %	70,2 %	53,1 %	43,6 %	23,4 %	9,5 %	-4,0 %

Osakelukuja	2013	2014	2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e	2021e
EPS (oikaistu)	0,06	0,05	0,06	0,10	0,01	0,06	0,09	0,11	0,12
Kassavirta / osake	-0,07	0,01	0,04	-0,11	-0,04	0,04	0,08	0,11	0,12
Osinko / osake	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,03
Omapääoma / osake	0,61	0,70	0,73	0,68	0,69	0,72	0,81	0,87	0,96

Kvartaaliennusteet

Tuloskehitys kvartaalitasolla	2016	Q1'17	Q2'17	Q3'17	Q4'17	2017	Q1'18	Q2'18e	Q3'18e	Q4'18e	2018e	2019e	2020e
Liikevaihto	59,6	17,3	17,7	13,9	16,8	65,7	16,5	17,2	14,3	18,1	66,1	68,0	70,8
Käyttökate	4,8	0,9	1,1	-0,9	0,2	1,3	0,3	0,6	0,8	1,6	3,3	4,6	5,6
Poistot ja arvonalennukset	-2,5	-0,7	-0,7	-0,7	-0,8	-2,8	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7	-2,6	-2,5	-2,1
Liikevoitto ilman kertaeriä	4,2	0,7	1,0	-1,0	-0,1	0,6	0,1	0,3	0,6	1,4	2,4	4,0	4,9
Liikevoitto	2,3	0,2	0,5	-1,5	-0,6	-1,5	-0,4	-0,1	0,2	1,0	0,7	2,2	3,5
Nettorahoituskulut	-0,4	-0,1	-0,1	-0,1	0,2	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,4	-0,5	-0,4
Tulos ennen veroja	1,9	0,1	0,3	-1,6	-0,4	-1,6	-0,5	-0,2	0,1	0,8	0,2	1,7	3,1
Verot	-0,4	0,0	-0,1	0,3	0,1	0,3	0,1	0,0	0,0	-0,2	-0,1	-0,3	-0,6
Vähemmistöosuudet	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettotulos	1,5	0,1	0,3	-1,3	-0,3	-1,3	-0,4	-0,2	0,1	0,7	0,2	1,3	2,5
EPS (oikaistu)	0,10	0,01	0,02	-0,02	0,00	0,01	0,00	0,01	0,01	0,03	0,06	0,09	0,11
EPS (raportoitu)	0,05	0,00	0,01	-0,04	-0,01	-0,04	-0,01	0,00	0,00	0,02	0,01	0,04	0,07

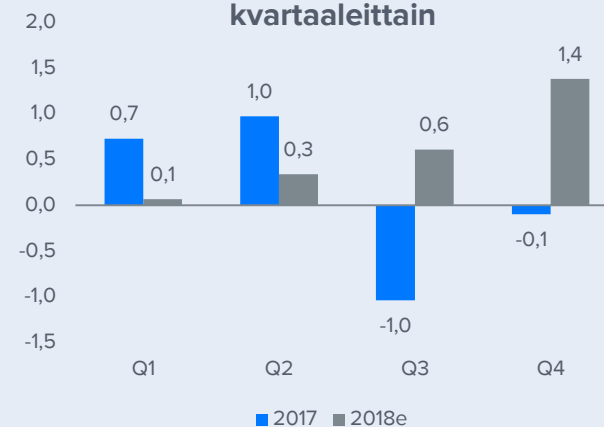
Tunnusluvut	2016	Q1'17	Q2'17	Q3'17	Q4'17	2017	Q1'18	Q2'18e	Q3'18e	Q4'18e	2018e	2019e	2020e
<i>Liikevaihdon kasvu-%</i>	34,1 %	18,2 %	16,4 %	18,3 %	-7,0 %	10,1 %	-4,5 %	-3,0 %	2,3 %	8,2 %	0,6 %	3,0 %	4,0 %
<i>Oikaistun liikevoiton kasvu-%</i>	53,8 %	-7,1 %	7,9 %	-246 %	-105,3 %	-86,6 %	-90,8 %	-65,2 %	-158,6 %	-1524 %	322,3 %	65,3 %	24,5 %
<i>Käyttökate-%</i>	8,1 %	5,2 %	6,4 %	-6,3 %	0,9 %	2,0 %	1,8 %	3,3 %	5,9 %	8,9 %	5,0 %	6,8 %	7,9 %
<i>Oikaistu liikevoitto-%</i>	7,1 %	4,2 %	5,5 %	-7,4 %	-0,6 %	0,9 %	0,4 %	2,0 %	4,3 %	7,6 %	3,6 %	5,8 %	7,0 %
<i>Nettotulos-%</i>	2,6 %	0,4 %	1,5 %	-9,3 %	-1,8 %	-1,9 %	-2,3 %	-0,9 %	0,4 %	3,7 %	0,3 %	1,9 %	3,5 %

Lähde: Inderes

Liikevaihto ja liikevoitto-%



Liikevoiton (oik.) kehitys kvartaaleittain



Arvonmääritys 1/2

Sijoitusnäkemys

Osakemarkkinoiden luottamus Innofactoriin on heikentynyt viime vuoden rajujen pettymysten jäljiltä ja heikko ennustettavuus on painanut arvostustasoa. Yhtiön on todistettava operatiivinen käänne, ennen kuin näemme osakkeessa nousuvaraa. Osakkeen arvoajurit olemme jakaneet lyhyelle (1-3) ja pitkälle (4-6) aikavälille, joista keskeisiä ovat:

- 1) Yhtiön kyky nostaa kannattavuus paremmalle tasolle yhtiön myynnin parantumisen kautta.
- 2) Yhtiön kyky saada kaikki maat vähintään IT-palvelumarkkinan taseeseen, 4-5 %:n orgaaniseen kasvuvauhtiin. Kasvun pitäisi arviomme mukaan olla lyhyellä tähtäimellä mahdollista jo nykyisillä resursseilla, eikä vaatisi merkittäviä uusia rekrytointejä.
- 3) Sijoittajien luottamuksen palauttaminen useammalla positiivisen kvartaalin kehityksellä.
- 4) Yhtiön kyky sitoa yrityskauppojen jälkeen organisaatio nyt yhdeksi kokonaisuudeksi yhtenäisellä tarjoomalla, jolloin synergiat maiden välillä saadaan realisoitua.
- 5) Yhtiölle hyväksyttävän arvostustason nousu erityisesti liiketoiminnan painopisteen siirtyessä tuoteliiketoimintaan. Innofactorilla on sen liiketoiminnassa huomattavasti enemmän jatkuvuutta ja skaalautuvuutta kuin monilla projektiliiketoimintaa tekevilla verrokkiyhtiöillä.
- 6) Yhtiön kyky toteuttaa jatkossakin strategiaa tukevia omistaja-arvoa luovia yrityskauppoja. Yritysostojen omistaja-arvon luonti heijastuu

erityisesti EPS-kasvuun. Yrityskauppojen suhteellinen merkitys tulee kuitenkin arviomme mukaan pienentymään tulevaisuudessa.

Innofactorin nykyisestä heikosta operatiivisesta tulokunnosta ja käänteen odottamisesta johtuen emme näe Innofactorin osakkeen nykyistä riski/tuotto -suhdetta vielä riittävän hyvänä.

Keskeiset riskit ovat mielestämme seuraavat:

- Suurimpana lyhyen aikavälin riskinä näemme operatiivisen käänteen pitkittymisen, jossa kriittisin tekijä on myynnin parantaminen. Näemme yhtiöllä lievän tulosvaroitusriskin jos myyntiä ei saada parannettua jo Q2:lla.
- Yrityskauppojen integraatioiden epäonnistuminen. Yhtiöllä on ollut viime vuosina haasteita integraatioissa (Ruotsissa ja Tanskassa).
- Yhtiön onnistuminen pohjoismaisen organisaation rakentamisessa. Viime vuonna riskit realisoituivat ja rakentaminen pitkittyi.
- Microsoftin markkina-aseman heikentyminen IT-markkinassa yritysratkaisuihin. Microsoftin markkina-asema on edelleen vahva, mutta myös open-source ohjelmistojen suosio nousee. Innofactorin on muiden IT-yhtiöiden tavoin uudistuttava jatkuvasti teknologiatrendien muuttuessa kiihtyvällä tahdilla.
- IT-markkinan suotuisan syklin kääntyminen, mikä edellyttäisi makrotalouden käännettä heikompaan. Tästä ei ole myöskään nyt merkkejä.
- Yhtiön kyky pitää osaava henkilöstö talossa ja

rekrytoida parhaita osaajia, sillä rekrytointi toimii kuumilla osaamisalueilla pullonkaulana. Tämän suhteen yhtiön kasvanut kokoluokka ja kansainvälisyys parantavat houkuttelevuutta työnantajana.

Arvostuskertoimet

Innofactoria on viime vuosina hinnoiteltu melko matalalla arvostuskertoimilla johtuen useammasta pettymyksestä ja näistä seuranneesta heikommasta luottamuksesta yhtiöön. Viime vuoden haasteiden myötä yhtiöllä on edelleen töitä tehtävänä käänteen onnistumisen eteen, mikä yhdistettynä nykyiseen arvostustasoon pitää meidät vielä tarkkailuasemissa.

Ensisijaisesti käyttämämme arvostuskertoimet Innofactorille ovat P/E ja EV/EBITDA sekä EV/Liikevaihto. P/B-luvun informaatioarvo on heikko johtuen palveluihin perustuvasta liiketoimintamallista. Osinkotuotto-% ei anna tukea Innofactorin hinnoittelulle myöskään, sillä heikko kannattavuus ja osinkopolitiikka ei tässä vaiheessa anna näkyvyyttä osingonmaksun mahdolliseen ajankohtaan.

Ennusteillamme Innofactorin tämän ja ensi vuoden oikaistut P/E-luvut ovat 17x ja 10x, mikä ei ole houkutteleva arvostustaso yhtiön kasvunopeus, verrokkien arvostus ja käänteen epävarmuus huomioiden. P/E-luvut on oikaistu yrityskauppojen kirjanpidollisista IFRS3-poistoista. EV/EBITDA-kertoimet ovat 14x ja 10x, mitkä ovat selvästi yli vertailuryhmän. Yhtiön hinnoittelu vertailuryhmään nähden on EV/EBITDA-kertoimen näkökulmasta huomattavasti korkeampi, mikä heijastelee yhtiön vivutettua pääomarakennetta.

Arvonmääritys 2/2

Näkemyksemme mukaan osakkeelle voidaan hyväksyä hieman ”normaalia” korkeampi P/E-taso johtuen yhtiön korkeista verosaamisista ja siitä, etteivät verokulut ole yhtiölle rahavirtavaikutteisia. Verosaamisten kirjanpitoarvo on tällä hetkellä 5,8 MEUR, mikä vastaa noin 0,16 euron osakekohtaista arvoa. Jos tämän verosaamisen nykyarvo hinnoiteltaisiin esimerkiksi konservatiivisesti puoleen kirjanpitoarvosta, voitaisiin osakkeelle hyväksyä nyt noin 10 % korkeammat arvostuskertoimet

Innofactorin EV/liikevaihto -kerroin on 0,6x ja sektorin edullisin tällä hetkellä. Tämä heijastelee osakkeen nousuvaraa käänteeseen onnistuessa, sillä tyydyttävällä kannattavuustasolla kerroin nousisi todennäköisesti 1x tuntumaan.

Vertailuryhmä

Näkemyksemme mukaan Innofactor tulee asemoida tällä hetkellä ensisijaisesti käännetyhtiöksi. Liiketoimintarakennetta tarkastellessa Innofactorilla on projektityön lisäksi myös jonkin verran omaa skaalautuvaa ohjelmistoliiketoimintaa. Yhtiötä ei kuitenkaan tule rinnastaa puhtaisiin ohjelmistoyhtiöihin. Vertailuryhmämme koostuu Pohjoismaisista IT-palveluyhtiöistä, joista osalla on myös omaa ohjelmistoliiketoimintaa. Yhtiölle on löydettävissä hyvä pohjoismainen vertailuryhmä, mihin arvostusta voidaan peilata ja tukea. Tarkemmin Innofactoria voidaan tällä hetkellä verrata myös sektorin IT-murroksesta kärsineisiin kannattavuudeltaan heikompiin yhtiöihin, joilla tulostuu käänteeseen onnistuessa vielä todistamatta.

Yleisesti pidämme IT-palveluyhtiöitä edelleen

houkuttelevana sektorina omistaa johtuen alan vahvoista kysyntäfundamenteista lähivuosisille. IT-palvelusektorin arvostustasot ovat kuitenkin nousseet viimeisen parin vuoden aikana selvästi piristyneen kysyntänäkymän sekä yrityskauppojen vetämänä (sivu 38). 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 tuloskehityksen yhtiöitä (kuten Innofactor, Digia, Solteq ja Affecto ennen CGI:n ostopäätöstä) on hinnoiteltu selvästi muuta joukkoa alemmin ja alle 1x EV/liikevaihto -kertoimen tasolle. Vastaavasti esimerkiksi Vincitin, Goforen ja HiQ:n suhteelliset arvostukset ovat huomattavasti korkeammalla jopa noin 2x EV/liikevaihto -kertoimen tasolla, mikä kuvaa yhtiöiden parempaa kannattavuutta ja kasvua. Osinkotuoton vertaaminen verokkiryhmän sisällä ei välttämättä anna oikeaa kuvaa arvonaluonnista, sillä jotkut investoivat kasvuun, toiset profiloituvat selkeästi osinkoyhtiöiksi ja monet ovat näiden yhdistelmä.

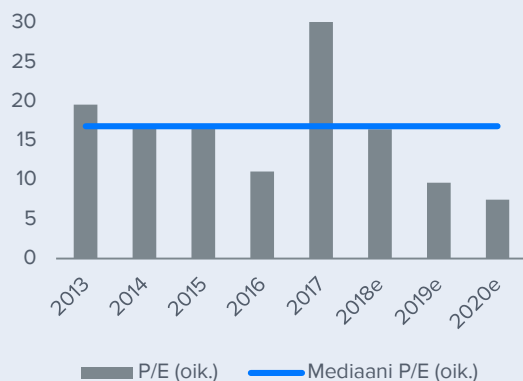
Innofactorin hinnoittelu asettuu tulostulokertoimia tarkastellessa sektorin kalliimpaan päähän kuluvan vuoden osalta. Ensi vuoden tulosperusteiset kertoimet ovat hieman sektoria edullisemmat. EV/EBITDA-kertoimen näkökulmasta arvostus on kuitenkin selvästi kalliimpi molempiin vertailuryhmiin verrattuna. EV/Liikevaihto -kertoimen osalta yhtiön hinnoittelu on taas jopa 50 % vertailuryhmän tasoa alempi, mikä heijastelee yhtiön verrokkeja selvästi heikompaan kannattavuuteen.

DCF-analyysi

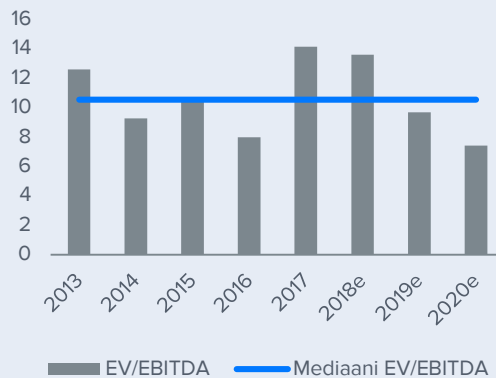
Annamme arvonmäärityksessä rahavirtamallia suuremman painoarvon arvostuskertoimille, koska DCF:ssä suuri osa arvosta muodostuu pitkällä tulevaisuudessa, mihin näkyvyys on rajallinen. DCF-mallimme osakekohtainen arvo Innofactorin osakkeelle on 0,90 euroa. Ennustemallissamme yhtiö kasvaa lähivuosisina 2019-2021 3-4 %:n vauhtia ja saavuttaa noin 9 %:n EBITDA-marginaalin. Pitkällä aikavälillä (2021 jälkeen) kasvu laskee asteittain 2 % tuntumaan ja EBITDA-% vakiintuu 6 %:n tasolle, jotta pitkän aikavälin oletusten painoarvo mallissa ei nouse liian suureksi. Mallissa yhtiön tuloslaskelman verot eivät ole rahavirtavaikutteisia Suomessa, koska yhtiö pystyy hyödyntämään voittoja taseen verosaamista vastaan. Mallissa ikuisuusoletuksen (terminal-vuosi) painoarvo on 48 %. Rahavirtamallissa käyttämämme pääoman kustannus (WACC) on 8,5 % ja oman pääoman kustannus 9,4 %.

Arvostus yhteenveto

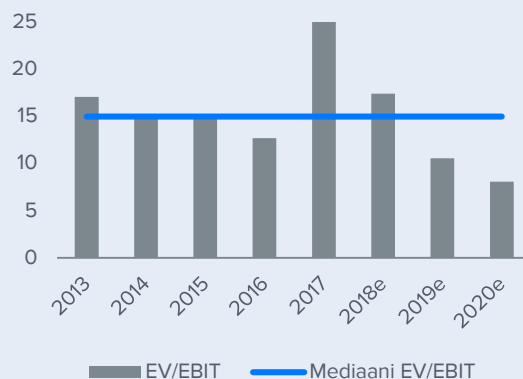
P/E (oikaistu)



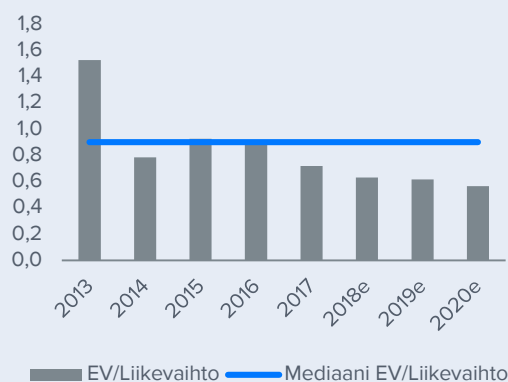
EV/EBITDA



EV/EBIT



EV/Liikevaihto



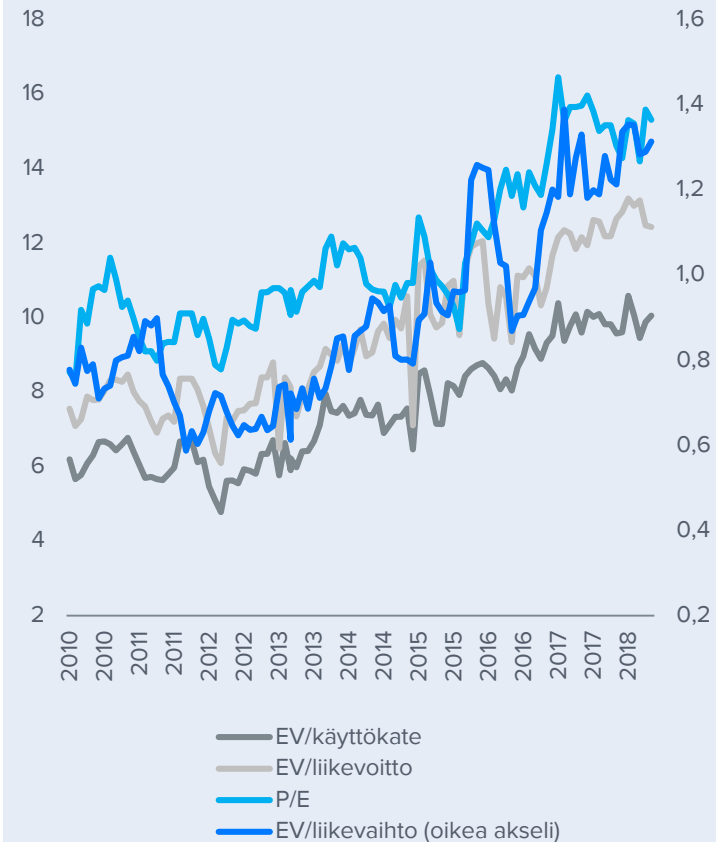
Arvostustaso	2017	2018e	2019e	2020e	2021e
Osakekurssi	0,94	0,79	0,79	0,79	0,79
Markkina-arvo	34	26	29	29	29
Yritysarvo (EV)	47	42	42	40	36
P/E (oik.)	89,3	16,5	9,6	7,5	6,4
P/E	neg.	151,1	22,0	11,7	8,0
P/Kassavirta	-26,3	19,3	10,2	6,8	6,2
P/B	1,3	1,1	1,0	0,9	0,8
P/S	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4
EV/Liikevaihto	0,7	0,6	0,6	0,6	0,5
EV/EBITDA	14,1	13,6	9,7	7,4	5,0
EV/EBIT	83,2	17,4	10,6	8,1	6,3
Osinko/tulos (%)	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %

Verrokkiryhmän arvostus

Yhtiö	Osake- kurssi	Markkina- arvo	Yritys- arvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/ Liikevaihto		P/E		Osinko- tuotto-%	
		MEUR	MEUR	18e	19e	18e	19e	18e	19e	18e	19e	18e	19e
Nixu	13,25	96	93	83,0	20,5	41,5	20,5	2,3	1,7	102,3	34,1		
Bouvet	228,00	251	235	11,3	9,3	9,9	8,2	1,0	0,9	19,0	16,8	3,7	3,7
Digia	2,74	72	77	10,6	8,2	9,3	1,3	0,7	0,6	14,3	12,3	2,0	2,8
Enea	90,60	178	155	13,3	16,7	11,3	9,0	2,6	2,3	15,0	14,1		1,1
HiQ International	64,80	350	324	14,5	12,8	13,8	12,2	1,8	1,7	19,1	17,0		5,9
Siili	11,95	80	72	12,1	10,4	10,7	9,0	1,1	0,9	15,7	13,6	3,7	
Solteq	1,58	30	53		10,4	7,7	7,4	0,9	0,8	17,1	12,8	1,3	2,6
Tieto	29,86	2163	2275	14,2	13,6	10,7	10,4	1,4	1,4	16,4	15,8	4,8	5,0
KnowIT	186,40	351	348	9,1		8,8	7,7	1,0	0,9			3,2	3,7
Vincit	7,00	80	79	11,1	8,7	9,3	7,5	1,5	1,3	13,6	11,8	2,3	2,6
Gofore	8,20	106	98	13,4	11,0	11,8	9,8	1,9	1,4	17,0	13,7	2,4	3,1
Innofactor (Inderes)	0,79	26	42	17,4	10,6	13,6	9,7	0,6	0,6	16,5	9,6	0,0	0,0
Keskiarvo				19,3	12,2	13,2	9,4	1,5	1,3	25,0	16,2	2,9	3,4
Mediaani				12,7	10,7	10,7	9,0	1,44	1,30	16,7	13,9	2,8	3,1
Erutus-% vrt. mediaani				37 %	-1 %	27 %	8 %	-56 %	-53 %	-1 %	-31 %	-100 %	-100 %

Lähde: Reuters /
Inderes.

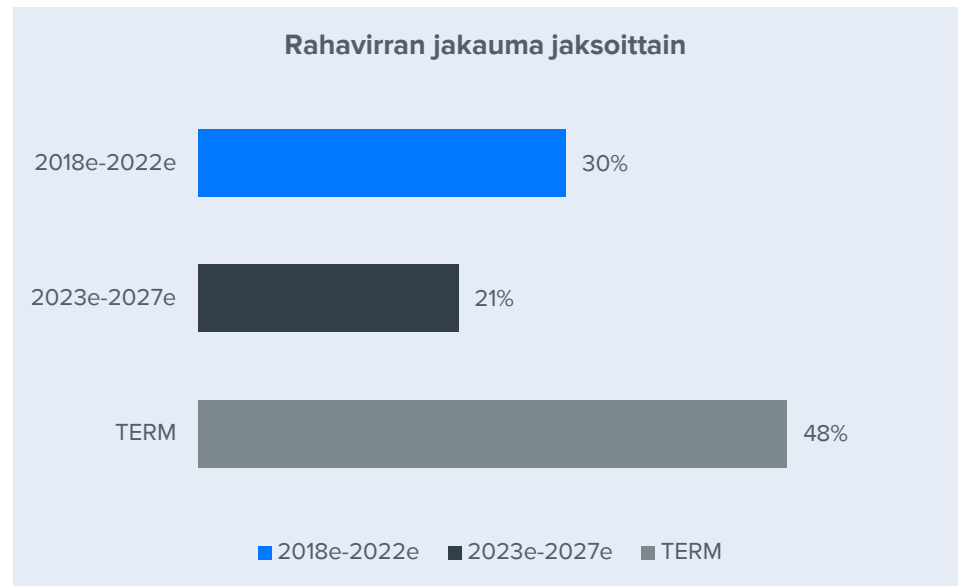
IT-palvelusektorin arvostustasot -
eteenpäin katsova 12kk
arvostuskerroin



DCF-kassavirtalaskelma

Kassavirtalaskelma (MEUR)	2017	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	TERM
Liikevoitto	-1,5	0,7	2,2	3,5	4,8	4,9	4,7	4,8	4,5	4,2	4,2	
+ Kokonaispoistot	2,8	2,7	2,5	2,1	1,5	1,1	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	
- Maksetut verot	0,1	0,0	0,0	-0,6	-0,9	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0	-0,9	-0,9	
- verot rahoituskuluista	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
+ verot rahoitustuotoista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Käyttöpääoman muutos	-2,5	-0,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Operatiivinen kassavirta	-1,1	2,4	4,5	4,9	5,3	5,0	4,3	4,4	4,1	3,9	3,9	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoninvestoinnit	-0,1	-0,9	-1,7	-0,7	-0,7	-0,4	-0,4	-0,6	-0,5	-0,6	-0,6	
Vapaa operatiivinen kassavirta	-1,3	1,5	2,8	4,2	4,6	4,6	4,0	3,8	3,6	3,3	3,3	
+/- Muut	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	-1,3	1,5	2,8	4,2	4,6	4,6	4,0	3,8	3,6	3,3	3,3	48,4
Diskontattu vapaa kassavirta		1,4	2,5	3,4	3,4	3,2	2,5	2,2	1,9	1,6	1,5	22,3
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		46,0	44,6	42,1	38,7	35,3	32,1	29,6	27,4	25,4	23,8	22,3
Velaton arvo DCF		46,0										
- Korolliset velat		-14,2										
+ Rahavarat		0,9										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		0,0										
Oman pääoman arvo DCF		32,7										
Oman pääoman arvo DCF per osake		0,90										

Pääoman kustannus (WACC)	
Vero-% (WACC)	21,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	20,0 %
Vieraan pääoman kustannus	6,0 %
Yrityksen Beta	1,20
Markkinoiden riski-preemio	4,75 %
Likviditeettipreemio	0,70 %
Riskitön korko	3,0 %
Oman pääoman kustannus	9,4 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	8,5 %



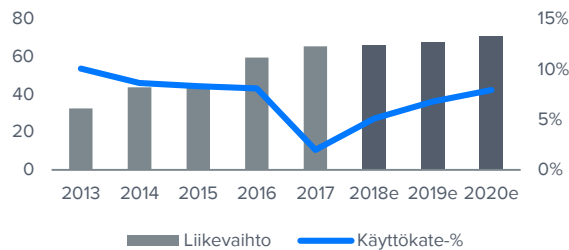
Tuloslaskelma ja tase

(MEUR)	2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e
Liikevaihto	44	60	66	66	68	71
Kulut	-41	-55	-64	-63	-63	-65
EBITDA	3,7	4,8	1,3	3,4	4,6	5,6
Poistot	-1,2	-2,5	-2,8	-2,7	-2,5	-2,1
Liikevoitto	2,5	2,3	-1,5	0,7	2,2	3,5
<i>Liikevoiton kertaerät</i>	<i>-0,2</i>	<i>-1,9</i>	<i>-2,0</i>	<i>-1,7</i>	<i>-1,8</i>	<i>-1,4</i>
<i>Liikevoitto ilman kertaeriä</i>	<i>2,7</i>	<i>4,2</i>	<i>0,6</i>	<i>2,4</i>	<i>4,0</i>	<i>4,9</i>
Rahoituserät	-1,1	-1,0	-1,1	-1,4	-1,1	-0,5
Osuus osakkuusyrityiden tuloksesta	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Voitto ennen veroja	1,9	1,9	-1,6	0,2	1,7	3,1
Muut erät	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Verot	-0,4	-0,4	0,3	-0,1	-0,3	-0,6
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettotulos	1,5	1,5	-1,3	0,2	1,3	2,5
<i>Nettotulos ilman kertaeriä</i>	<i>1,7</i>	<i>3,4</i>	<i>0,8</i>	<i>2,2</i>	<i>3,4</i>	<i>4,1</i>
Satunnaiset erät	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Tilikauden tulos	1,5	1,5	-1,3	0,2	1,3	2,5
<i>Osakekohtainen tulos</i>	<i>0,05</i>	<i>0,05</i>	<i>-0,03</i>	<i>0,01</i>	<i>0,04</i>	<i>0,07</i>
Osakekohtainen tulos (oik.)	0,06	0,10	0,01	0,06	0,09	0,11

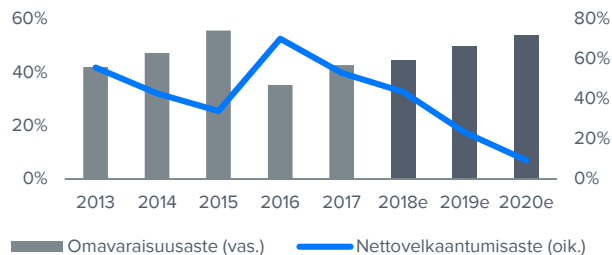
Vastaavaa (MEUR)	2015	2016	2017	2018e	2019e
Pysyvät vastaavat	30	43	40	39	38
Liikearvo	20	28	26	26	27
Aineettomat oikeudet	3	9	8	6	4
Käyttöomaisuus	1	1	1	1	1
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0	0	0	0	0
Muut sijoitukset	0	0	0	0	0
Muut pitkäaikaiset varat	0	0	0	0	0
Laskennalliset verosaamiset	7	6	6	6	5
Vaihtuvat vastaavat	14	20	18	20	22
Varastot	0	0	0	0	0
Muut lyhytaikaiset varat	0	0	0	0	0
Myyntisaamiset	13	19	17	18	20
Likvidit varat	1	1	1	1	2
Taseen loppusumma	44	64	59	58	59

Vastattavaa (MEUR)	2015	2016	2017	2018e	2019e
Oma pääoma	25	23	25	26	30
Osakepääoma	2	2	2	2	2
Kertyneet voittovarot	3	4	3	3	4
Omat osakkeet	0	0	0	0	0
Uudelleenarvostusrahasto	0	0	0	0	0
Muu oma pääoma	19	16	20	21	23
Vähemmistöosuus	0	0	0	0	0
Pitkäaikaiset velat	6	11	9	9	7
Laskennalliset verovelat	1	2	2	2	2
Varaukset	0	0	0	0	0
Lainat rahoituslaitoksilta	5	9	7	8	5
Vaihtovelkakirjalainat	0	0	0	0	0
Muut pitkäaikaiset velat	0	0	0	0	0
Lyhytaikaiset velat	14	30	24	23	23
Lainat rahoituslaitoksilta	4	8	7	5	3
Lyhytaikaiset korottomat velat	9	22	17	18	19
Muut lyhytaikaiset velat	0	0	0	0	0
Taseen loppusumma	44	64	59	58	59

Liikevaihdon ja kannattavuuden kehitys



Taseen avainlukujen kehitys



Riskiprofiili

Liiketoimintamallin riskiprofiili

Matala riskitaso

Korkea riskitaso



Inderesin arvio Innofactorin liiketoiminnan kokonaisriskitasosta

Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

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

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

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

Inderes antaa seuraamilleen osakkeille tavoitehinnan. Inderesin käyttämä suositusmetodologia perustuu osakkeen tämänhetkisen

hinnan ja 12 kuukauden tavoitehintamme väliseen prosenttiero. Suosituspolitiikka on neliportainen suositukseen myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitus suosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään neljä kertaa vuodessa yhtiöiden osavuosikatsausten yhteydessä, mutta suosituksia ja tavoitehintoja voidaan muuttaa myös muina aikoina markkinatilanteen mukaisesti. Annetut suositukset tai tavoitehinnat eivät takaa, että osakkeen kurssi kehittyisi tehdyn arvion mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonmääritysmenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF) ja lisäarvomalli (EVA), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa - analyysi. Käytettävät arvonmääritysmenetelmät ja tavoitehinnan perusteet ovat aina yhtiökohtaisia ja voivat vaihdella merkittävästi riippuen yhtiöstä ja (tai) toimialasta.

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

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

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

Inderes tai sen yhteistyökumppanit, joiden asiakkuuksilla voi olla taloudellinen vaikutus Inderesiin, voivat liiketoiminnassaan pyrkiä toimeksiantosuhteisiin eri liikkeeseenlaskijoiden kanssa Inderesin tai sen yhteistyökumppanien tarjoamien palveluiden osalta. Inderes voi siten olla suorassa tai epäsuorassa sopimussuhteessa tutkimuksen

kohteena olevaan liikkeeseenlaskijaan. Inderes voi yhdessä yhteistyökumppaneineen tarjota liikkeeseen laskijoille Corporate Broking -palveluita, joiden tavoitteena on parantaa yhtiön ja pääomamarkkinoiden välistä kommunikaatiota. Näitä palveluita ovat sijoittajatilaisuuksien ja -tapahtumien järjestäminen, sijoittajaviestinnän liittyvä neuvonanto, sijoitustutkimusraporttien laatiminen. Inderes on tehnyt tässä raportissa suosituksen kohteena olevan liikkeeseen laskijan kanssa sopimuksen, jonka osana on tutkimusraporttien laatiminen.

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

Suositus historia

Päivämäärä	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
20.7.2016	Lisää	1,05 €	0,92 €
11.10.2016	Osta	1,20 €	1,03 €
25.10.2016	Lisää	1,20 €	1,12 €
8.3.2017	Lisää	1,50 €	1,32 €
7.4.2017	Osta	1,50 €	1,27 €
4.5.2017	Osta	1,70 €	1,47 €
20.6.2017	Lisää	1,85 €	1,66 €
1.8.2017	Lisää	1,70 €	1,53 €
16.10.2017	Lisää	1,20 €	1,11 €
1.11.2017	Lisää	1,20 €	1,05 €
7.2.2018	Vähennä	0,90 €	0,87 €
7.3.2018	Vähennä	0,90 €	0,90 €
9.5.2018	Vähennä	0,85 €	0,84 €
15.6.2018	Vähennä	0,80 €	0,79 €

Inderes Oy



2015

Ennustetarkkuus



2014, 2016, 2017

Suosituustarkkuus



2014, 2015, 2016

Suositus- ja
ennustetarkkuus



2012, 2016

Suosituustarkkuus



2012, 2016, 2017

Suositus- ja
ennustetarkkuus



2017

Suosituustarkkuus



2017

Suosituustarkkuus

Inderes on suomalainen pankeista riippumaton analyysipalvelu. Löydämme sijoittajille parhaat sijoituskohteet ja teemme pörssistä paremman markkinapaikan yhdistämällä sijoittajat ja yhtiöt huippulaadukkaan osakeanalyysin avulla. Inderesin aamukatsaus, mallisalkku ja palkittuihin analyysihin pohjautuvat suositukset tavoittavat päivittäin yli 30 000 kotimaista osakesijoittajaa. Helsingin pörssin kattavin aktiivinen osakeseurantamme sisältää yli 100 kotimaista pörssiyhtiötä, joita analysoimme päivittäin yli 10 analyytikon tiimillä.

Inderes Oy

Itämerentori 2

00180 Helsinki

+358 10 219 4690

twitter.com/nderes

Palkittua analyysiä osoitteessa www.nderes.fi

**Analyysi kuuluu
kaikille.**

www.inderes.fi