

## Kasvu jatkuu, mutta ei riitä arvostuksen tueksi

Toistamme Vincitin tavoitehinnan 6,1 euroa ja myy-suosituksen korkean arvostuksen myötä. Keskustelumme johdon kanssa vahvasti näkemystämme yhtiön- ja markkinan näkymistä. Ohjelmistokehitysmarkkina kasvaa edelleen vahvasti ja kilpailua käydään enemmän tekijöistä kuin asiakkaita. Yhtiö kertoi helmikuussa avaavansa uuden toimipisteen Turkuun koska siellä on hyvin työntekijöitä tarjolla. Vaikka Vincit on yksi sektorinsa menestyneimpiä yhtiöitä tällä hetkellä, näemme arvostuksen haasteelliseksi verrattaessa tuloskasvunäkymiä ja osinkotuottoennusteita verrokkeihin.

### Ohjelmistokehityksessä kilpailu enemmän tekijöistä kuin asiakkaita

IT-palvelusektorin yhtiöiden Q1-raporttien sekä Vincitin johdon kanssa käymämme keskustelun perusteella markkinanäkymät ohjelmistokehityspalveluissa ovat edelleen erittäin hyvät. Näkymiä on piristänyt myös Suomen talouden näkymien parantuminen. Kilpailua käydään enemmän osajista kuin asiakkaita, mikä on hyödyttänyt vahvan työnantajaimagon saavuttaneita toimijoita kuten Vincitiä. Yhtiön viime vuoden toisen puoliskon rekrytointivauhti ennakoii ohjelmistokehitys-palveluihin hyvää kasvua myös tälle vuodelle. Vincitin kokeneempiin osajiin painottuvassa toimintamallissa yhtiö on onnistunut viemään rekrytointit asiakastyöhön hyvin nopealla aikataululla. Siten yhtiö on pystynyt ylläpitämään erinomaista kannattavuutta rekrytoinneista huolimatta.

### ICT-palveluissa näkymät ovat haastavammat

Vincitin ICT-palveluliiketoiminnassa (vajaa kolmannes liikevaihdosta) kasvunäkymät ovat haastavammat ja hintapaineet kovempia, vaikka nämä toiminnot kääntyivät H2:lla hienoiseen kasvuun. Suhtaudumme yhä lievällä varauksella siihen, että yhtiö laajentui yrityskaupalla ICT-palveluliiketoimintaan johtuen rajallisista synergioista. ICT-palveluiden kehitys saattaa osin peittää alleen ohjelmistokehityspalveluiden nykyistä vahvaa kehitystä. ICT-palveluissa kuitenkin pitkät sopimukset tuovat liiketoimintaan jatkuvuutta, sillä ohjelmistokehityspalveluissa liiketoiminta on hyvin projektiluontoista.

### Yhtiön ohjeistus on leveä ja helppo saavuttaa

Vincit on ohjeistanut liikevaihdon kasvun jatkuvan ja tuloksen paranevan kuluvaan vuonna. Ohjeistettu tuloskasvu on helppo saavuttaa johtuen alemmista kertaeristä. Odotamme liikevaihdon kasvavan noin 16 % 37 MEUR:oon ja oikaistun liikevoiton nousevan 5,7 MEUR:on (2016: 5,0 MEUR). Keskimäärin odotamme liikevaihdon kasvavan 11 %:n vauhtia vuoteen 2019 asti. Yhtiön kannattavuus on jo sektorin parhaimmistoa ja näkemyksemme mukaan täydessä potentiaalissa. Pitkällä aikavälillä näemme kannattavuudessa laskupaineita. Odotamme oikaistun osakekohtaisen tuloskasvun jäävän keskimäärin 5 %:iin vuosina 2017-2019.

### Tuloskasvuodotukset eivät anna tukea arvostukselle

Sijoittajien hyväksymät suhteelliset arvostustasot IT-palvelusektorin yhtiöille ovat kohonneet selvästi syksyn jälkeen, mikä heijastelee markkinan suotuisia kysyntänäkymiä. Tämä on nostanut myös Vincitin hyväksyttävää arvostustasoa. Vincitin arvostus on kuitenkin noussut merkittävästi sektoria korkeammaksi ja nykyistä arvostustasoa on vaikea perustella, sillä ennusteemme valossa yhtiön tuloskasvu jää vertailuryhmän lähivuosien ennustettua tuloskasvua (n. 15 %) alemmalle tasolle. Vincitin osaketta hinnoitellaan 2017e ja 2018e P/E-luvuilla (20x ja 18x) yli 25 % vertailuryhmää korkeammalle. Nykyinen arvostustaso hinnoittelee liian kovia tuloskasvuodotuksia.

### Analyytikot

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



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



### Suositus

**Myy**



Edellinen: Myy

**Tavoitehintana 6,10 EUR**

Edellinen: 6,10



Lähde: Bloomberg

**Ei-lis päätös 7,60 EUR**

**12 kk vaihteluväli 5,65-8,15 EUR**

**Potentiaali -19,7 %**

### Ohjeistus

Vincit uskoo liikevaihdon kasvun jatkuvan vuonna 2017. Yhtiö ennakoii myös tuloksen paranevan, mihin osaltaan vaikuttaa alhaisemmat kertaluontoiset kulut verrattuna vuoteen 2016.

**Ohjeistusmuutos:** Ennallaan

### Avainluvut

|                         | Liikevaihto | Liikevoitto | Liikevoitto- | Tulos ennen                  | Tulos/ | Osinko/ | EV/         | EV/                      | EV/  | P/E  | Osinko- |
|-------------------------|-------------|-------------|--------------|------------------------------|--------|---------|-------------|--------------------------|------|------|---------|
|                         | MEUR        | (EBIT)      | marginaali   | veroja (PTP)                 | osake  | osake   | Liikevaihto | EBITDA                   | EBIT | (x)  | tuotto  |
|                         | MEUR        | MEUR        | %            | MEUR                         | EUR    | EUR     | (x)         | (x)                      | (x)  | (x)  | %       |
| 2015                    | 26,1        | 5,5         | 21,3 %       | 5,3                          | 215,61 | 64,12   | 3,5         | 11,1                     | 15,6 | 19,3 | 1,4 %   |
| 2016                    | 32          | 4,4         | 13,7 %       | 3,1                          | 0,21   | 0,12    | 2,2         | 9,6                      | 13,8 | 16,1 | 2,0 %   |
| 2017e                   | 37          | 5,4         | 14,5 %       | 5,3                          | 0,34   | 0,16    | 2,3         | 10,9                     | 15,0 | 20,4 | 2,1 %   |
| 2018e                   | 41          | 5,8         | 14,1 %       | 5,8                          | 0,38   | 0,20    | 2,0         | 10,0                     | 13,4 | 18,2 | 2,6 %   |
| 2019e                   | 44          | 5,8         | 13,2 %       | 5,9                          | 0,39   | 0,24    | 1,8         | 9,7                      | 12,9 | 17,7 | 3,1 %   |
| Markkina-arvo, MEUR     |             |             | 84           | OPO / osake 2017e, EUR       |        |         | 1,23        | CAGR EPS, 2016-2019, %   |      |      | 23 %    |
| Nettovelka 2017e, MEUR  |             |             | -1           | P/B 2017e                    |        |         | 6,2         | CAGR kasvu, 2016-2019, % |      |      | 11 %    |
| Yritysarvo (EV), MEUR   |             |             | 86           | Nettovelkaisuusaste 2017e, % |        |         | -9,2 %      | ROE 2017e, %             |      |      | 30,2 %  |
| Taseen koko 2017e, MEUR |             |             | 22           | Omavaraisuusaste 2017e, %    |        |         | 64,9 %      | ROCE 2017e, %            |      |      | 37,6 %  |

## Ennustemuutokset

| Ennustemuutokset            | 2017e | 2017e | Muutos | 2018e | 2018e | Muutos | 2019e | 2019e | Muutos |
|-----------------------------|-------|-------|--------|-------|-------|--------|-------|-------|--------|
| MEUR / EUR                  | Vanha | Uusi  | %      | Vanha | Uusi  | %      | Vanha | Uusi  | %      |
| Liikevaihto                 | 37,0  | 37,0  | 0 %    | 41,1  | 41,1  | 0 %    | 44,4  | 44,4  | 0 %    |
| Käyttökate                  | 7,5   | 7,5   | -1 %   | 7,9   | 7,9   | 0 %    | 7,9   | 7,9   | 0 %    |
| Liikevoitto ilman kertaeriä | 5,8   | 5,7   | -1 %   | 6,2   | 6,2   | 0 %    | 6,3   | 6,3   | 0 %    |
| Liikevoitto                 | 5,4   | 5,4   | -1 %   | 5,8   | 5,8   | 0 %    | 5,9   | 5,8   | 0 %    |
| Tulos ennen veroja          | 5,3   | 5,3   | -1 %   | 5,8   | 5,8   | 0 %    | 5,9   | 5,9   | 0 %    |
| EPS (ilman kertaeriä)       | 0,38  | 0,37  | -1 %   | 0,42  | 0,42  | 0 %    | 0,43  | 0,43  | 0 %    |
| Osakekohtainen osinko       | 0,16  | 0,16  | 0 %    | 0,20  | 0,20  | 0 %    | 0,00  | 0,00  |        |

Lähde: Inderes

## Haastava arvostus

### Arvostus hinnoittelee selvästi odottamaamme parempaa tuloskasvua

Sijoittajien hyväksymät suhteelliset arvostustasot IT-palvelusektorin yhtiöille ovat kohonneet selvästi syksyn jälkeen, mikä heijastelee markkinan suotuisia kysyntänäkymiä. Tämä on nostanut myös Vincitin hyväksyttävää arvostustasoa. Pidämme hyvin todennäköisenä, että sektorilla nautitaan vielä lähivuodet kasvavasta kysynnästä sekä korkeista suhteellisista arvostustasoista, mutta pidemmässä juoksussa arvostustasot alkavat olla monin paikoin haastavia.

Vincitin osaketta hinnoitellaan 2017e ja 2018e P/E-luvuilla (20x ja 18x) selvästi yli sektorin mediaanin tason. Yhtiö on operatiivisesti jo sektorin huippuja ja arvostus edellyttää yhtiöltä selvästi ennusteitamme parempaa tuloskasvua lähivuosina. Odotamme yhtiön liikevaihdon kasvavan keskimäärin noin 11 % vuosina 2017-2019. Yhtiön kannattavuus on kuitenkin jo näkemyksemme mukaan täydessä potentiaalissa ja siinä on pitkällä aikavälillä laskupaineita. Odotamme oikaistun liikevoitto-%:n asteittain laskevan viime vuoden 15,7 %:sta 14,1 %:iin vuonna 2019. Näin ollen ennustamme osakekohtaisen tuloksen kasvun jäävän keskimäärin 5 %:iin vuosina 2017-2019, liikevaihdon voimakkaasta kasvusta huolimatta. Sektorin mediaani osakekohtainen tuloskasvu vuosille 2017-2018 on 14 % ja 17 %. Odotamme Vincitin osinkotuoton olevan noin 3-4 % vuosina 2017-2019. Tuloskasvu yhdistettynä osinkotuottoon rajoittaa hyväksyttävää preemiota suhteessa verrokkeihin ja siksi suosittelemme sijoittajia kotiuttamaan voitot näiltä tasoilta. Tavoitehintoamme Vincitin osakkeelle heijastelee sektorin mediaani P/E-kerrointa vuosille 2017 ja 2018. Jotta nykyiset sektorin mediaania korkeammat kertoimet olisivat hyväksyttäviä

pitäisi yhtiön pystyä kasvamaan odotuksiamme nopeammin ja/tai pitää kannattavuus viimevuotisella tasolla.

IT-palvelusektorin yhtiöiden arvostustasoissa on eroja johtuen yritysten rakenteesta, arvoketjupositioista, skaalautuvuudesta ja kasvunäkymistä. Tyypillisesti palvelupainotteisilla yrityksillä on alhaisempi arvostus kuin niillä, joilla on liiketoiminnassa mukana skaalautuvaa omaa ohjelmistoliiketoimintaa. Vincitillä ei ole merkittävää ohjelmistoliiketoimintaa, vaan liiketoiminta on hyvin projektivetoista asiantuntija myyntiä. ICT-palveluissa (noin kolmannes liikevaihdosta) liiketoiminta on luonteeltaan jatkuvampaa pitkäaikaisiin sopimuksiin pohjautuvaa, mutta kilpailu kireämpää ja kasvu hitaampaa. Yhtiön liiketoimintamallissa ei ole merkittäviä tekijöitä selittämään arvostuseroa, vaan arviomme mukaan markkina on alkanut hyväksyä yhtiölle aiempaa korkeampaa suhteellista arvostustasoa johtuen siitä, että Vincit on yksi sektorin parhaita yhtiöitä historiallisella kasvulla ja kannattavuudella mitattuna.

### Huomioita arvostuskertoimiin

Vincitin arvostuskertoimia tarkastellessa suosimme P/E-kertoimen käyttöä, koska se on täysin neutraali vähemmistöosuusien tulosvaikutukselle. EV/EBIT-kerrointa käytettäessä ehdotamme arvostukseen pientä alennusta johtuen tulosta laimentavasta vähemmistöosuudesta. Edelleen, palveluliiketoiminnoille tyypillisesti käytettävässä EV/EBITDA-kertomessa tulee Vincitille antaa vielä suurempi alennus johtuen verrokkeja korkeammasta poistotasosta ICT-palveluliiketoiminnassa.

| Yhtiö                         | Osakekurssi | Markkina-arvo | Yritysarvo | EV/EBIT     |             | EV/EBITDA   |             | EV/Liikevaihto |              | P/E         |             | Osinkotuotto-% |              |
|-------------------------------|-------------|---------------|------------|-------------|-------------|-------------|-------------|----------------|--------------|-------------|-------------|----------------|--------------|
|                               | MEUR        | MEUR          | MEUR       | 2017e       | 2018e       | 2017e       | 2018e       | 2017e          | 2018e        | 2017e       | 2018e       | 2017e          | 2018e        |
| Acando                        | 32,00       | 323           | 319        | 11,9        | 11,0        | 11,3        | 10,2        | 1,3            | 1,2          | 16,1        | 14,8        | 4,3            | 4,4          |
| Solteq                        | 1,63        | 30            | 47         | 15,7        | 15,7        | 9,4         | 7,8         | 0,7            | 0,7          | 16,3        | 13,6        | 3,7            | 4,3          |
| Innofactor                    | 1,55        | 56            | 70         | 15,7        | 13,3        | 10,4        | 8,9         | 1,0            | 0,9          | 16,0        | 13,3        |                | 0,6          |
| Nixu                          | 8,65        | 57            | 57         | 33,6        | 28,6        | 19,0        | 19,0        | 2,0            | 1,7          | 29,8        | 21,1        | 1,2            | 1,7          |
| Affecto                       | 3,55        | 79            | 75         | 9,4         | 7,8         | 8,3         | 6,8         | 0,6            | 0,6          | 12,7        | 10,7        | 5,2            | 5,7          |
| Bouvet                        | 152,00      | 167           | 154        | 12,5        | 11,7        | 10,9        | 10,2        | 1,0            | 1,0          | 17,9        | 16,6        | 4,3            | 4,5          |
| Know IT                       | 139,00      | 262           | 272        | 11,0        | 10,0        | 10,2        | 9,6         | 1,0            | 1,0          | 14,6        | 13,1        | 3,0            | 3,0          |
| Enea                          | 71,25       | 137           | 122        | 10,4        | 8,4         | 8,6         | 7,1         | 2,0            | 1,9          | 14,5        | 12,1        | 3,2            | 3,6          |
| Tieto                         | 29,42       | 2157          | 2210       | 14,4        | 13,5        | 10,7        | 10,2        | 1,4            | 1,4          | 17,5        | 16,7        | 4,5            | 4,8          |
| HIQ                           | 61,25       | 347           | 323        | 13,4        | 12,4        | 12,8        | 12,1        | 1,7            | 1,6          | 18,5        | 17,2        | 5,4            | 5,6          |
| Digia                         | 2,73        | 58            | 70         | 11,1        | 8,8         | 3,0         | 3,4         | 0,8            | 0,7          | 14,4        | 9,6         | 3,8            | 4,0          |
| Silli                         | 10,69       | 74            | 65         | 12,7        | 10,8        | 11,0        | 9,5         | 1,1            | 1,0          | 17,5        | 15,0        | 3,7            | 4,5          |
| <b>Vincit (Inderes)</b>       | <b>7,60</b> | <b>84</b>     | <b>86</b>  | <b>15,0</b> | <b>13,4</b> | <b>10,9</b> | <b>10,0</b> | <b>2,3</b>     | <b>2,0</b>   | <b>20,4</b> | <b>18,2</b> | <b>2,1</b>     | <b>2,6</b>   |
| <b>Keskiarvo</b>              |             |               |            | <b>14,3</b> | <b>12,7</b> | <b>10,5</b> | <b>9,6</b>  | <b>1,2</b>     | <b>1,1</b>   | <b>17,2</b> | <b>14,5</b> | <b>3,8</b>     | <b>3,9</b>   |
| <b>Mediaani</b>               |             |               |            | <b>12,6</b> | <b>11,3</b> | <b>10,6</b> | <b>9,6</b>  | <b>1,1</b>     | <b>1,0</b>   | <b>16,2</b> | <b>14,2</b> | <b>3,8</b>     | <b>4,4</b>   |
| <b>Erotus-% vrt. mediaani</b> |             |               |            | <b>19 %</b> | <b>19 %</b> | <b>3 %</b>  | <b>5 %</b>  | <b>114 %</b>   | <b>104 %</b> | <b>26 %</b> | <b>28 %</b> | <b>-44 %</b>   | <b>-40 %</b> |

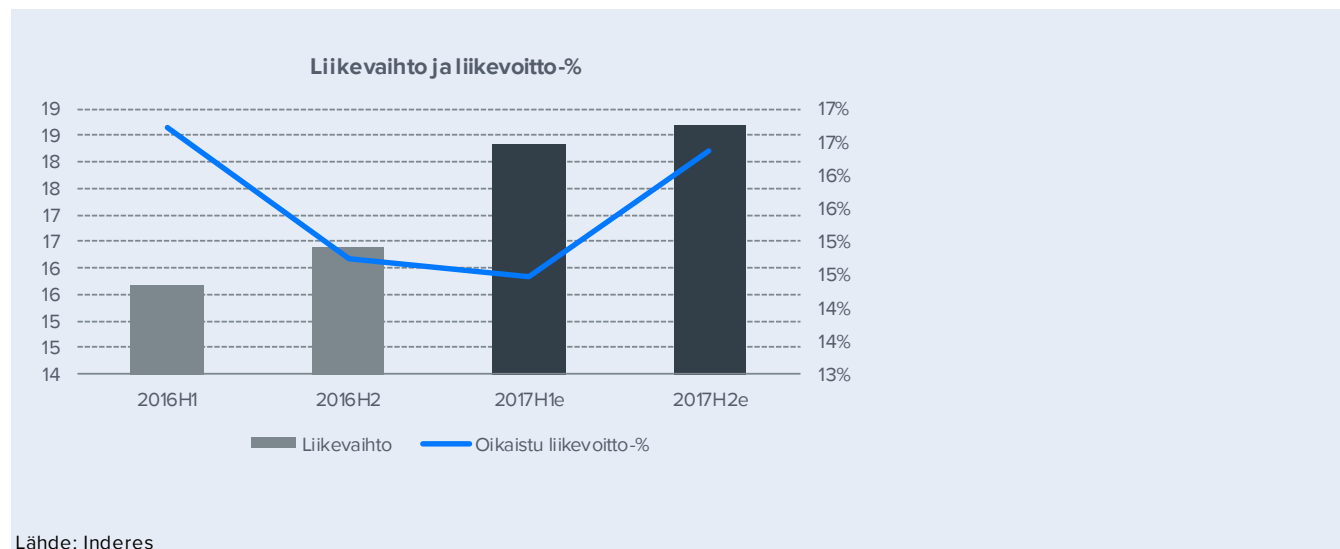
Lähde: Bloomberg / Inderes. Huomautus: Inderesin käyttämä markkina-arvo ei ota huomioon yhtiön hallussa olevia omia osakkeita.

## Tuloslaskelma ja ennusteet vuosineljänneksittäin

| Tuloskehitys kvartaalitasolla      | 2015        | 2016H1      | 2016H2      | 2016        | 2017H1e     | 2017H2e     | 2017e       | 2018e       | 2019e       |
|------------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| <b>Liikevaihto</b>                 | <b>26,1</b> | <b>15,7</b> | <b>16,4</b> | <b>32,1</b> | <b>18,3</b> | <b>18,7</b> | <b>37,0</b> | <b>41,1</b> | <b>44,4</b> |
| <b>Käyttökate</b>                  | <b>7,9</b>  | <b>3,2</b>  | <b>3,5</b>  | <b>6,6</b>  | <b>3,5</b>  | <b>4,0</b>  | <b>7,5</b>  | <b>7,9</b>  | <b>7,9</b>  |
| Poistot ja arvonalennukset         | -2,4        | -1,0        | -1,2        | -2,2        | -1,1        | -1,1        | -2,1        | -2,1        | -2,0        |
| <b>Liikevoitto ilman kertaeriä</b> | <b>5,8</b>  | <b>2,6</b>  | <b>2,4</b>  | <b>5,0</b>  | <b>2,7</b>  | <b>3,1</b>  | <b>5,7</b>  | <b>6,2</b>  | <b>6,3</b>  |
| <b>Liikevoitto</b>                 | <b>5,5</b>  | <b>2,2</b>  | <b>2,2</b>  | <b>4,4</b>  | <b>2,5</b>  | <b>2,9</b>  | <b>5,4</b>  | <b>5,8</b>  | <b>5,8</b>  |
| Nettorahoituskulut                 | -0,2        | -0,2        | -1,1        | -1,3        | -0,1        | -0,1        | -0,1        | 0,0         | 0,1         |
| <b>Tulos ennen veroja</b>          | <b>5,3</b>  | <b>2,0</b>  | <b>1,1</b>  | <b>3,1</b>  | <b>2,4</b>  | <b>2,8</b>  | <b>5,3</b>  | <b>5,8</b>  | <b>5,9</b>  |
| Verot                              | -1,2        | -0,6        | -0,1        | -0,6        | -0,5        | -0,6        | -1,1        | -1,2        | -1,2        |
| Vähemmistöosuudet                  | -0,1        | -0,2        | -0,1        | -0,3        | -0,2        | -0,2        | -0,5        | -0,4        | -0,4        |
| <b>Nettotulos</b>                  | <b>4,0</b>  | <b>1,2</b>  | <b>1,0</b>  | <b>2,2</b>  | <b>1,7</b>  | <b>2,0</b>  | <b>3,8</b>  | <b>4,2</b>  | <b>4,3</b>  |
| <b>EPS (oikaistu)</b>              | <b>n.a.</b> | <b>0,18</b> | <b>0,21</b> | <b>0,37</b> | <b>0,17</b> | <b>0,20</b> | <b>0,37</b> | <b>0,42</b> | <b>0,43</b> |
| <b>EPS (raportoitu)</b>            | <b>n.a.</b> | <b>0,13</b> | <b>0,09</b> | <b>0,21</b> | <b>0,16</b> | <b>0,18</b> | <b>0,34</b> | <b>0,38</b> | <b>0,39</b> |

| Tunnusluvut                          | 2015    | 2016H1 | 2016H2 | 2016    | 2017H1e | 2017H2e | 2017e  | 2018e  | 2019e  |
|--------------------------------------|---------|--------|--------|---------|---------|---------|--------|--------|--------|
| <i>Liikevaihdon kasvu-%</i>          | 182,8 % |        |        | 23,0 %  | 17,0 %  | 14,0 %  | 15,5 % | 11,0 % | 8,0 %  |
| <i>Oikaistun liikevoiton kasvu-%</i> | 150,6 % |        |        | -13,7 % | 1,2 %   | 26,5 %  | 13,3 % | 7,9 %  | 1,6 %  |
| <i>Käyttökate-%</i>                  | 30,3 %  | 20,2 % | 21,2 % | 20,7 %  | 19,4 %  | 21,2 %  | 20,3 % | 19,2 % | 17,7 % |
| <i>Oikaistu liikevoitto-%</i>        | 22,4 %  | 16,7 % | 14,8 % | 15,7 %  | 14,5 %  | 16,4 %  | 15,4 % | 15,0 % | 14,1 % |
| <i>Nettotulos-%</i>                  | 15,5 %  | 7,7 %  | 5,9 %  | 6,8 %   | 9,5 %   | 10,8 %  | 10,1 % | 10,3 % | 9,7 %  |

Lähde: Inderes

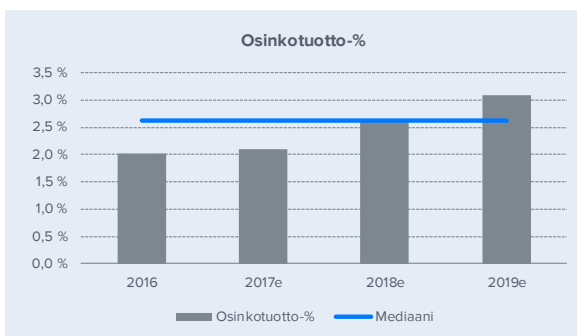
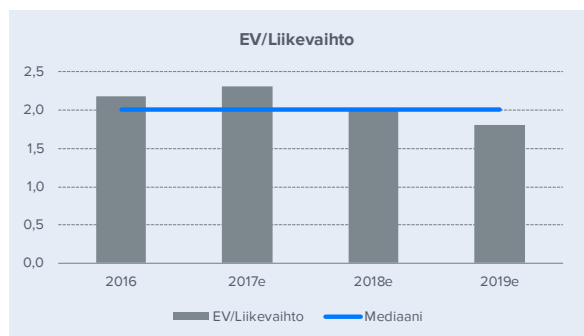
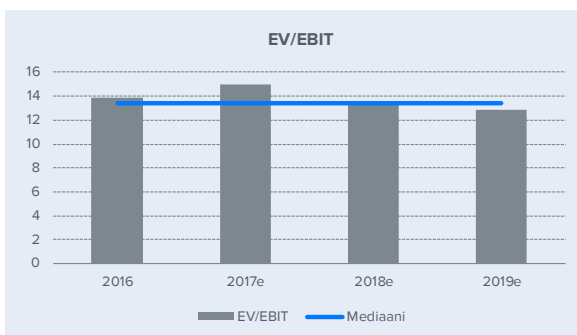
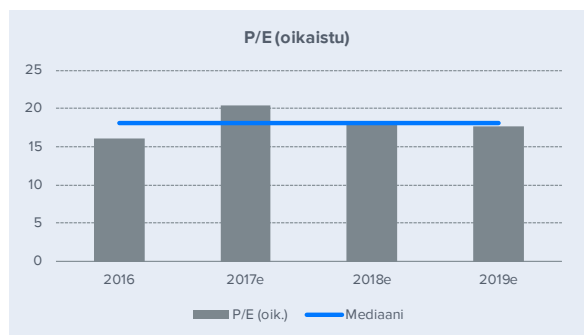


Lähde: Inderes

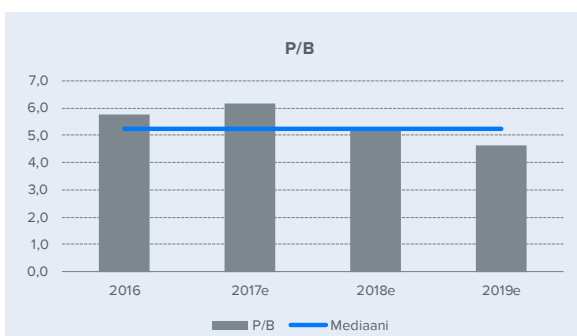
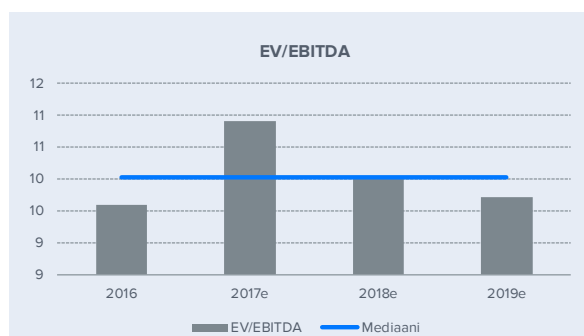
## Arvostus

| Arvostustaso     | 2016   | 2017e  | 2018e  | 2019e  | 2020e  |
|------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Osakekurssi      | 5,96   | 7,60   | 7,60   | 7,60   | 7,60   |
| Markkina-arvo    | 66     | 84     | 84     | 84     | 84     |
| Yritysarvo (EV)  | 70     | 86     | 83     | 80     | 78     |
| P/E (oik.)       | 16,1   | 20,4   | 18,2   | 17,7   | 17,0   |
| P/E              | 28,1   | 22,2   | 19,7   | 19,4   | 17,0   |
| P/Kassavirta     | 71,9   | 16,7   | 18,1   | 17,8   | 16,1   |
| P/B              | 5,8    | 6,2    | 5,2    | 4,6    | 4,1    |
| P/S              | 2,0    | 2,3    | 2,0    | 1,9    | 1,8    |
| EV/Liikevaihto   | 2,2    | 2,3    | 2,0    | 1,8    | 1,6    |
| EV/EBITDA        | 9,6    | 10,9   | 10,0   | 9,7    | 9,2    |
| EV/EBIT          | 13,8   | 15,0   | 13,4   | 12,9   | 11,7   |
| Osinko/tulos (%) | 60,5 % | 46,8 % | 52,0 % | 60,0 % | 65,0 % |
| Osinkotuotto-%   | 2,0 %  | 2,1 %  | 2,6 %  | 3,1 %  | 3,8 %  |

Lähde: Inderes



Lähde: Inderes



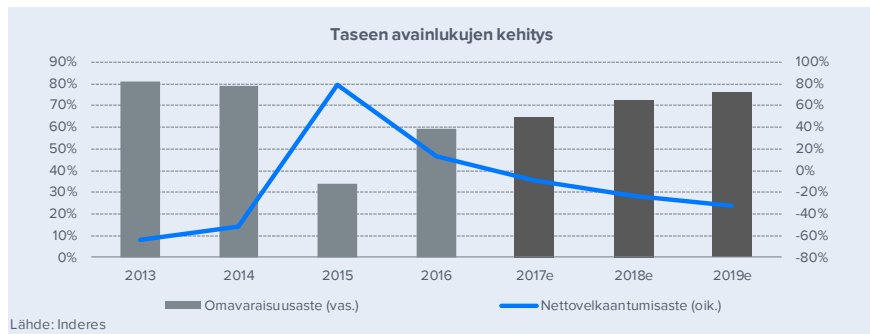
Lähde: Inderes

## Tase ja kassavirtalaskelma

### Tase

| Vastaavaa (MEUR)               | 2014       | 2015        | 2016        | 2017e       | 2018e       |
|--------------------------------|------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| <b>Pysyvät vastaavat</b>       | <b>0,8</b> | <b>8,1</b>  | <b>9,0</b>  | <b>8,1</b>  | <b>7,6</b>  |
| Liikearvo                      | 0,0        | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |
| Aineettomat oikeudet           | 0,0        | 4,5         | 4,8         | 4,6         | 4,3         |
| Käyttöomaisuus                 | 0,1        | 3,1         | 3,7         | 3,5         | 3,2         |
| Sijoitukset osakkuusyrityksiin | 0,0        | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |
| Muut sijoitukset               | 0,7        | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |
| Muut pitkäaikaiset varat       | 0,0        | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |
| Laskennalliset verosaamiset    | 0,0        | 0,6         | 0,6         | 0,0         | 0,0         |
| <b>Vaihtuvat vastaavat</b>     | <b>6,3</b> | <b>9,8</b>  | <b>10,9</b> | <b>13,6</b> | <b>15,3</b> |
| Varastot                       | 0,0        | 0,1         | 0,1         | 0,2         | 0,2         |
| Muut lyhytaikaiset varat       | 0,0        | 1,2         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |
| Myyntisaamiset                 | 3,4        | 6,7         | 10,2        | 11,5        | 12,7        |
| Likvidit varat                 | 2,9        | 1,8         | 0,6         | 1,9         | 2,3         |
| <b>Taseen loppusumma</b>       | <b>7,1</b> | <b>17,9</b> | <b>20,0</b> | <b>21,6</b> | <b>22,9</b> |

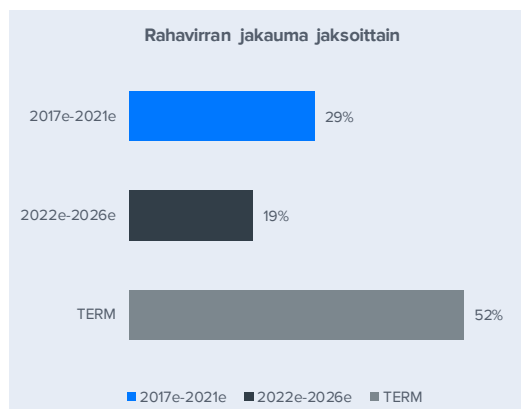
| Vastattavaa (MEUR)             | 2014       | 2015        | 2016        | 2017e       | 2018e       |
|--------------------------------|------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| <b>Oma pääoma</b>              | <b>5,6</b> | <b>5,9</b>  | <b>11,4</b> | <b>13,5</b> | <b>16,0</b> |
| Osakepääoma                    | 0,0        | 0,3         | 0,3         | 0,0         | 0,0         |
| Kertyneet voittovarot          | 5,4        | 4,8         | 4,6         | 7,0         | 9,5         |
| Omat osakkeet                  | 0,0        | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |
| Uudelleenarvostusrahasto       | 0,0        | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |
| Muu oma pääoma                 | 0,2        | 0,7         | 6,5         | 6,5         | 6,5         |
| Vähemmistöosuus                | 0,0        | 0,2         | 0,5         | 0,5         | 0,6         |
| <b>Pitkäaikaiset velat</b>     | <b>0,0</b> | <b>4,7</b>  | <b>1,5</b>  | <b>0,2</b>  | <b>-1,0</b> |
| Laskennalliset verovelat       | 0,0        | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |
| Varaukset                      | 0,0        | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |
| Lainat rahoituslaitoksilta     | 0,0        | 4,7         | 1,5         | 0,2         | -1,0        |
| Vaihtovelkakirjalainat         | 0,0        | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |
| Muut pitkäaikaiset velat       | 0,0        | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |
| <b>Lyhytaikaiset velat</b>     | <b>1,5</b> | <b>7,1</b>  | <b>6,7</b>  | <b>7,4</b>  | <b>7,3</b>  |
| Lainat rahoituslaitoksilta     | 0,0        | 2,0         | 0,7         | 0,3         | -0,5        |
| Lyhytaikaiset korottomat velat | 1,5        | 5,2         | 6,0         | 7,0         | 7,8         |
| Muut lyhytaikaiset velat       | 0,0        | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |
| <b>Taseen loppusumma</b>       | <b>7,1</b> | <b>17,9</b> | <b>20,0</b> | <b>21,6</b> | <b>22,9</b> |



### DCF-laskelma

| Kassavirtalaskelma (MEUR)                      | 2016        | 2017e       | 2018e       | 2019e       | 2020e       | 2021e       | 2022e       | 2023e       | 2024e       | 2025e       | 2026e       | TERM |
|------------------------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|------|
| <b>Liikevoitto</b>                             | <b>4,4</b>  | <b>5,4</b>  | <b>5,8</b>  | <b>5,8</b>  | <b>6,6</b>  | <b>6,5</b>  | <b>6,3</b>  | <b>6,0</b>  | <b>5,7</b>  | <b>5,2</b>  | <b>5,4</b>  |      |
| + Kokonaispoistot                              | 2,2         | 2,1         | 2,1         | 2,0         | 1,8         | 1,9         | 1,9         | 1,9         | 1,8         | 1,7         | 1,6         |      |
| - Maksetut verot                               | -0,6        | -0,5        | -1,2        | -1,2        | -1,4        | -1,3        | -1,3        | -1,2        | -1,2        | -1,1        | -1,1        |      |
| - verot rahoituskuluista                       | -0,3        | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |      |
| + verot rahoitustuotoista                      | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |      |
| - Käyttöpääoman muutos                         | -1,6        | -0,3        | -0,5        | -0,4        | -0,4        | -0,4        | -0,3        | -0,3        | -0,2        | -0,2        | -0,2        |      |
| <b>Operatiivinen kassavirta</b>                | <b>4,1</b>  | <b>6,7</b>  | <b>6,2</b>  | <b>6,3</b>  | <b>6,8</b>  | <b>6,8</b>  | <b>6,7</b>  | <b>6,5</b>  | <b>6,2</b>  | <b>5,7</b>  | <b>5,7</b>  |      |
| + Korottomien pitkä aik. velk. lis.            | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |      |
| - Bruttoinvestoinnit                           | -3,2        | -1,7        | -1,6        | -1,6        | -1,6        | -1,9        | -1,5        | -1,4        | -1,0        | -1,5        | -1,7        |      |
| <b>Vapaa operatiivinen kassavirta</b>          | <b>0,9</b>  | <b>5,0</b>  | <b>4,6</b>  | <b>4,7</b>  | <b>5,2</b>  | <b>4,9</b>  | <b>5,2</b>  | <b>5,1</b>  | <b>5,1</b>  | <b>4,1</b>  | <b>4,0</b>  |      |
| +/- 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                               | 0,9         | 5,0         | 4,6         | 4,7         | 5,2         | 4,9         | 5,2         | 5,1         | 5,1         | 4,1         | 4,0         | 75,6 |
| Diskontattu vapaa kassavirta                   | 4,8         | 4,1         | 3,8         | 3,9         | 3,5         | 3,4         | 3,1         | 2,9         | 2,1         | 1,9         | 1,9         | 36,3 |
| <b>Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta</b> | <b>69,8</b> | <b>65,0</b> | <b>60,9</b> | <b>57,1</b> | <b>53,2</b> | <b>49,7</b> | <b>46,3</b> | <b>43,2</b> | <b>40,4</b> | <b>38,2</b> | <b>36,3</b> |      |
| <b>Velaton arvo DCF</b>                        | <b>69,8</b> |             |             |             |             |             |             |             |             |             |             |      |
| - Korolliset velat                             |             | -2,2        |             |             |             |             |             |             |             |             |             |      |
| + Rahavarat                                    |             | 0,6         |             |             |             |             |             |             |             |             |             |      |
| - Vähemmistöosuus                              |             | -3,3        |             |             |             |             |             |             |             |             |             |      |
| - Osinko/pääomapalautus                        |             | 0,0         |             |             |             |             |             |             |             |             |             |      |
| <b>Oman pääoman arvo DCF</b>                   | <b>64,9</b> |             |             |             |             |             |             |             |             |             |             |      |
| <b>Oman pääoman arvo DCF per osake</b>         | <b>5,90</b> |             |             |             |             |             |             |             |             |             |             |      |

| Pääoman kustannus (WACC)            |        |
|-------------------------------------|--------|
| Vero-% (WACC)                       | 20,0 % |
| Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E) | 25,0 % |
| Vieraan pääoman kustannus           | 5,0 %  |
| Yrityksen Beta                      | 1,10   |
| Markkinoiden riski-premio           | 4,75 % |
| Likvideettipremio                   | 1,00 % |
| Riskitön korko                      | 3,0 %  |
| Oman pääoman kustannus              | 9,2 %  |
| Pääoman keskim. kustannus (WACC)    | 7,9 %  |



## Tiivistelmä

| Tuloslaskelma         | 2014 | 2015 | 2016 | 2017e | 2018e |
|-----------------------|------|------|------|-------|-------|
| Liikevaihto           | 9,2  | 26,1 | 32,1 | 37,0  | 41,1  |
| EBITDA                | 2,3  | 7,9  | 6,6  | 7,5   | 7,9   |
| EBITDA-marginaali (%) | 25,5 | 30,3 | 20,7 | 20,3  | 19,2  |
| EBIT                  | 2,3  | 5,5  | 4,4  | 5,4   | 5,8   |
| Voitto ennen veroja   | 2,4  | 5,3  | 3,1  | 5,3   | 5,8   |
| Nettovoitto           | 1,9  | 4,0  | 2,2  | 3,8   | 4,2   |
| Kertaluontoiset erät  | 0,0  | -0,3 | -0,6 | -0,3  | -0,4  |

| Tase              | 2014 | 2015 | 2016 | 2017e | 2018e |
|-------------------|------|------|------|-------|-------|
| Taseen loppusumma | 7,1  | 17,9 | 20,0 | 21,6  | 22,9  |
| Oma pääoma        | 5,6  | 6,1  | 11,8 | 14,0  | 16,6  |
| Liikearvo         | 0,0  | 0,0  | 0,0  | 0,0   | 0,0   |
| Korolliset velat  | 0,0  | 6,7  | 2,2  | 0,6   | -1,5  |

| Kassavirta                | 2014 | 2015 | 2016 | 2017e | 2018e |
|---------------------------|------|------|------|-------|-------|
| EBITDA                    | 2,3  | 7,9  | 6,6  | 7,5   | 7,9   |
| Nettokäyttöpääoman muutos | -0,6 | -0,8 | -1,6 | -0,3  | -0,5  |
| Operatiivinen kassavirta  | 1,3  | 5,3  | 4,1  | 6,7   | 6,2   |
| Vapaa kassavirta          | 0,6  | -3,8 | 0,9  | 5,0   | 4,6   |

| Yhtiökuvaus                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                             |
|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Vincit Group tuottaa IT-palveluita yritysasiakkaille ja julkisen sektorin toimijoille. Palvelut jakautuvat ohjelmistokehitykseen ja ICT-palveluihin. Yhtiön asiakkaat ovat pääasiassa suuria ja keskiuuria yrityksiä sekä julkisen sektorin toimijoita. Vincit Groupilla on yli 200 asiakasta useilla eri toimialoilla. Vuonna 2015 yhtiön pro forma -liikevaihto oli 26,1 MEUR. Yhtiöllä on toimipisteet Suomessa Tampereella ja Helsingissä, palvelukeskus Savonlinnassa sekä toimipiste Palo Altossa Yhdysvalloissa. |

| Osakekohtaiset luvut         | 2014 | 2015 | 2016 | 2017e | 2018e |
|------------------------------|------|------|------|-------|-------|
| EPS                          |      |      | 0,21 | 0,34  | 0,38  |
| EPS oikaistu                 |      |      | 0,37 | 0,37  | 0,42  |
| Operat. kassavirta per osake |      |      | 0,40 | 0,61  | 0,57  |
| Tasearvo per osake           |      |      | 1,10 | 1,23  | 1,45  |
| Osinko per osake             |      | 0,1  | 0,12 | 0,16  | 0,20  |
| Voitonjako, %                | 24   | 30   | 61   | 47    | 52    |
| Osinkotuotto, %              |      | 1,4  | 2,0  | 2,1   | 2,6   |

| Tunnusluvut    | 2014 | 2015 | 2016 | 2017e | 2018e |
|----------------|------|------|------|-------|-------|
| P/E            |      |      | 30,1 | 22,2  | 19,7  |
| P/B            |      |      | 5,8  | 6,2   | 5,2   |
| P/Liikevaihto  |      |      | 2,0  | 2,3   | 2,0   |
| P/CF           |      |      | 15,9 | 12,4  | 13,4  |
| EV/Liikevaihto |      |      | 2,2  | 2,3   | 2,0   |
| EV/EBITDA      |      |      | 10,5 | 11,4  | 10,5  |
| EV/EBIT        |      |      | 15,9 | 15,9  | 14,3  |

| Suurimmat omistajat         | %-osakkeista |
|-----------------------------|--------------|
| 10 Capital OÜ               | 14,2 %       |
| Kuitunen Mikko Antti Mikael | 11,8 %       |
| Ocrum Holding Ou            | 11,1 %       |
| Virtanen Olli-Pekka Juhani  | 6,1 %        |
| Amor & Labor Oy             | 6,0 %        |
| Koivisto Hannu Henrik       | 5,1 %        |

## Suositteluhistoria, viimeiset 12 kk

| Päivämäärä | Suositus | Tavoite | Osakekurssi |
|------------|----------|---------|-------------|
| 18.10.2017 | Myy      | 5,30 €  | 6,10 €      |
| 23.1.2017  | Vähennä  | 6,10 €  | 6,27 €      |
| 24.2.2017  | Myy      | 6,10 €  | 7,54 €      |
| 17.5.2017  | Myy      | 6,10 €  | 7,60 €      |

## Vastuuvapauslauseke

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

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

Tuotetut raportit on tarkoitettu informatiiviseen käyttöön, joten raportteja ei tule käsittää tarjoukseksi tai kehotukseksi ostaa, myydä tai merkitä sijoitustuotteita. Asiakkaan tulee myös ymmärtää, että historiallinen kehitys ei ole tae tulevasta. Tehdessään päätöksiä sijoitustoimenpiteistä, asiakkaan tulee perustaa päätöksensä omaan tutkimukseensa, sekä arvioonsa sijoituskohteen arvoon vaikuttavista seikoista ja ottaa huomioon omat tavoitteensa, taloudellinen tilanteensa sekä tarvittaessa käytettävä 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 sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään neljä kertaa vuodessa yhtiöiden osavuosikatsausten yhteydessä, mutta suosituksia ja tavoitehintoja voidaan muuttaa myös muina aikoina markkinatilanteen mukaisesti. Annetut suositukset tai tavoitehinnat eivät takaa, että osakkeen kurssi kehittyisi tehdyn arvion mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonmäärittämenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF) ja lisäarvomalli (EVA), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi.

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

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

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

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

Inderes tai sen yhteistyökumppanit, joiden asiakkuuksilla voi olla taloudellinen vaikutus Inderesiin, voivat liiketoiminnassaan pyrkiä toimeksiantosuhteisiin eri liikkeeseenlaskijoiden kanssa Inderesin tai sen yhteistyökumppanien tarjoamien palveluiden osalta. Inderes voi siten olla suorassa tai epäsuorassa sopimussuhteessa tutkimuksen kohteena olevaan liikkeeseenlaskijaan. Inderes voi yhdessä yhteistyökumppaneineen tarjota liikkeeseen laskijoille Corporate Broking -palveluita, joiden tavoitteena on parantaa yhtiön ja pääomamarkkinoiden välistä kommunikaatiota. Näitä palveluita ovat sijoittajatilaisuuksien ja -tapahtumien järjestäminen, sijoittajaviestinnän liittyvä neuvonanto, sijoitustutkimusraporttien laatiminen. Inderes on tehnyt tässä raportissa suosituksen kohteena olevan liikkeeseen laskijan kanssa sopimuksen, jonka osana on tutkimusraporttien laatiminen. Lisätietoa Inderesin tutkimuksesta: <http://www.inderes.fi/research-disclaimer/>