

Siili Solutions

Laaja raportti

12/2020

Kasvua kohtuullisella hinnalla

Siili on viimeisen kahden vuoden aikana luonut perustan yhtiön seuraavalle kasvuvaiheelle. Tuore terävöitetty strategia tavoittelee vahvempaa kasvua ja kansainvälistymistä niin ydinliiketoiminnan (Core) kuin erikoistuneiden yksiköiden (Portfolio) osalta. Yhtiöllä on näkemyksemme mukaan kuitenkin edelleen töitä tehtävänä myös ydintoiminnan kannattavuusperustan kuntoon laittamisessa. Osakkeen nykyisellä hinnalla Siili tarjoaa sijoittajille digitalisaatiotrendin ajamaa kasvua kohtalaisella hintalapulla. Toistamme lisää-suosituksen ja 13 euron tavoitehinnan.

Uusi vaihe alkaa yritystovetoisen vuosikymmenen jälkeen

Siili kasvoi 2010-luvulla nopeasti Suomen IT-palvelumarkkinan keski suurten toimijoiden joukkoon asemoimalla tarjoomansa IT-markkinan kasvaville alueille, menestymällä osaajakilpailussa ja tekemällä onnistuneita yrityskauppoja. Vuosikymmenen lopulla yhtiö ryhtyi rakentamaan perustaa seuraavalle kasvuvaiheelle, mikä osin heijastui viime vuosien heikkona tuloksetyksenä. Nyt yhtiö on saanut kannattavuuden positiiviselle trendille ja viimeisimmät yritysrajat (VALA Group, Robocorp ja Supercharge) näyttävät arvoa luovilta. Uudessa terävöitettyssä strategiassa Siilin toimintamalliin kuuluu Core-liiketoiminta sekä valittuihin osaamisalueisiin vahvasti fokuoituneet Portfolio-liiketoiminnot. Kolmen pilarin strategiassa Coren painopistettä viedään digitaaliseen kokemukseen, Portfolio-liiketoiminnoissa kehitetään ja kasvatetaan erikoistuneita tuotteistettuja liiketoimintoja ja lisäksi Siili pyrkii kiihdyttämään kansainvälistymistä etenkin Coren osalta.

Kannattavuusperustassa vielä paljon parantamisen varaa

Isossa kuvassa Siilin arvonluonti on perustunut laajalti yrityskauppoihin ja odotamme kasvuhakuisen strategian ohella yhtiön kiinnittävän vahvemmin huomiota kannattavuusperustan kunnossa pitämiseen. Yhtiön orgaaninen kasvu on ollut viime vuosikymmenen ajan digitaalisten palveluiden markkinan mukaisesti vahvaa (>20 %). Itsenäistä VALA Group -portfolioyhtiötä ilman Siilin EBITA-% on kuitenkin alle 5 % tasolla ja sektorin heikoimpia, vaikka Siilin tarjooma asemoituu houkutteleville palvelualueille. Näemme riskin, että yhtiöllä on Coressa vielä rakenteellisia kannattavuushaasteita, joiden korjaamiseen menee aikaa. Kääntäen katsottuna Siilillä on merkittävää potentiaalia parantaa kannattavuuttaan, eikä yhtiön osakekurssi näkemyksemme mukaan heijastele tätä potentiaalia.

Markkinan kysyntänäkymät ja kannattavuusparannus tarjoavat edellytykset vahvalle tuloskasvulle

Siilin ja yhtiön kohdemarkkinoiden pitkän aikavälin kasvunäkymät ovat lupaavat niin Suomen kuin kansainvälisten liiketoimintojen osalta. Koronan isku Siiliin ja toimialaan näyttää myös jäävän maltilliseksi. Arvioimme Siilin kasvavan 14 % ja 8 % vuosina 2021-2022, missä kasvua vauhdittaa viimeisin Supercharge-yrityskauppa. Arvioimme yhtiön jatkavan kannattavuusparannusten linjalla EBITA-%:n noustessa 9,4 %:iin vuonna 2021 ja 10,1 %:iin vuonna 2022, mitä pidämme yhtiön pitkän aikavälin kannattavuuspotentiaaliin nähden vielä maltillisena tasona. Ennusteessamme lähivuosien tuloskasvu nousee kuitenkin noin 20 %:n tasolle.

Osake tarjoaa nykyarvostukselle kasvua kohtuulliseen hintaan

Ennusteillamme Siilin vuoden 2021 EV/EBIT on 11x, mitä pidämme neutraalina tasona huomioiden yhtiön kannattavuuskäänteen jatkumiseen liittyvä epävarmuus. Lähivuosien ennusteemme mukainen noin 15-20 %:n tuloskasvu yhdistettynä 4-6 %:n osinkotuottoon pitää kuitenkin tuotto-odotuksen riskeihin nähden hyvänä.

Analytiikot

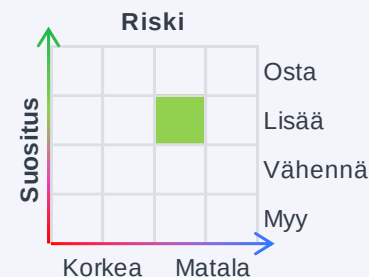


Mikael Rautanen
+358 50 346 0321
mikael.rautanen@inderes.fi



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

Suositus



Lisää
(aik. Lisää)
13,00 EUR
(aik. 13,00 EUR)
Osakekurssi:
12,10

Avainluvut

	2019	2020e	2021e	2022e
Liikevaihto	81	84	96	104
kasvu-%	14 %	4 %	14 %	8 %
EBIT oik.	5,1	6,1	9,0	10,5
EBIT-% oik.	6,4 %	7,2 %	9,4 %	10,1 %
Nettotulos	2,6	6,0	5,3	6,6
EPS (oik.)	0,53	0,63	0,99	1,18

P/E (oik.)	17,3	19,3	12,2	10,3
P/B	3,1	3,4	3,1	2,7
Osinkotuotto-%	2,9 %	3,0 %	4,0 %	4,6 %
EV/EBIT (oik.)	12,3	12,9	10,6	8,6
EV/EBITDA	8,9	9,2	8,2	7,0
EV/Liikevaihto	0,8	0,9	1,0	0,9

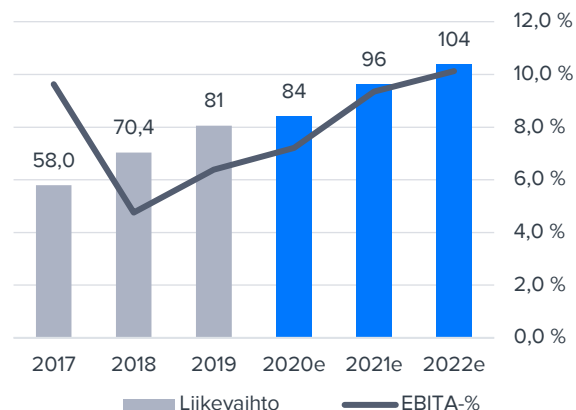
Lähde: Inderes

Osakekurssi



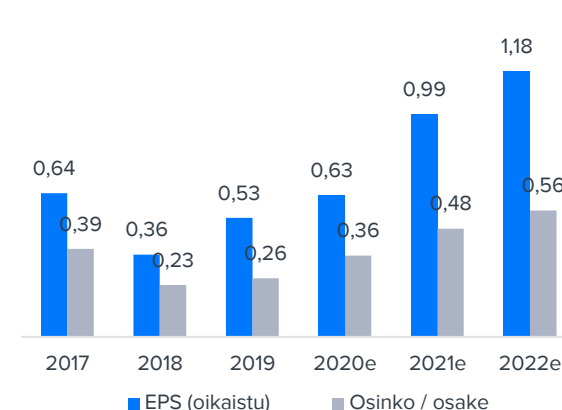
Lähde: Thomson Reuters

Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes

MCAP
85
MEUR

EV
78
MEUR

EV/EBIT
12,9
2020e

P/E (oik.)
19,3
2020e



Arvoajurit

- Arvonluonti vahvan orgaanisen kasvun, yrityskauppojen ja kansainvälistymisen kautta
- Kannattavuudessa selkeää parannuspotentiaalia
- Sektorin kysyntänäkymät erittäin hyvät
- Uuden strategian ja toimintamallin onnistuminen



Riskitekijät

- Kiristynvä osaajakilpailu ja palkkainflaatio
- Yrityskauppojen onnistuminen
- Kansainvälistymisen onnistuminen
- Kasvun hallinta
- Organisaation kyky uudistua



Arvostus

- Yhtiön palatessa normaalille kannattavuusuralle, on osakkeessa nousuvaraa
- Arvostus sektoria edullisempi
- Arvostuskertoimissa nousuvaraa jos kannattavuus nousee sektorin tasolle
- Hyvä osinkotuotto ja lähivuosien tuloskasvunäkymä tukee arvostusta

Siili lyhyesti

Siili on digitalisaatioratkaisujen asiantuntijayritys. Yhtiössä yhdistyy digitaalinen muotoilutoimisto ja teknologinen moniosaaja. Yhtiö tarjoaa osaamista digitaalisten strategioiden muotoilemiseen, dataan pohjautuvien kirkkaiden näkemysten luomiseen sekä vaikuttavien innovaatioiden ja palveluiden toteuttamiseen.

2005

Perustamisvuosi

2012

Listautuminen First Northiin (päälista 2016)

81 MEUR (+14 % vs. 2018)

Liikevaihto 2019

7,1 MEUR (9 % lv:sta)

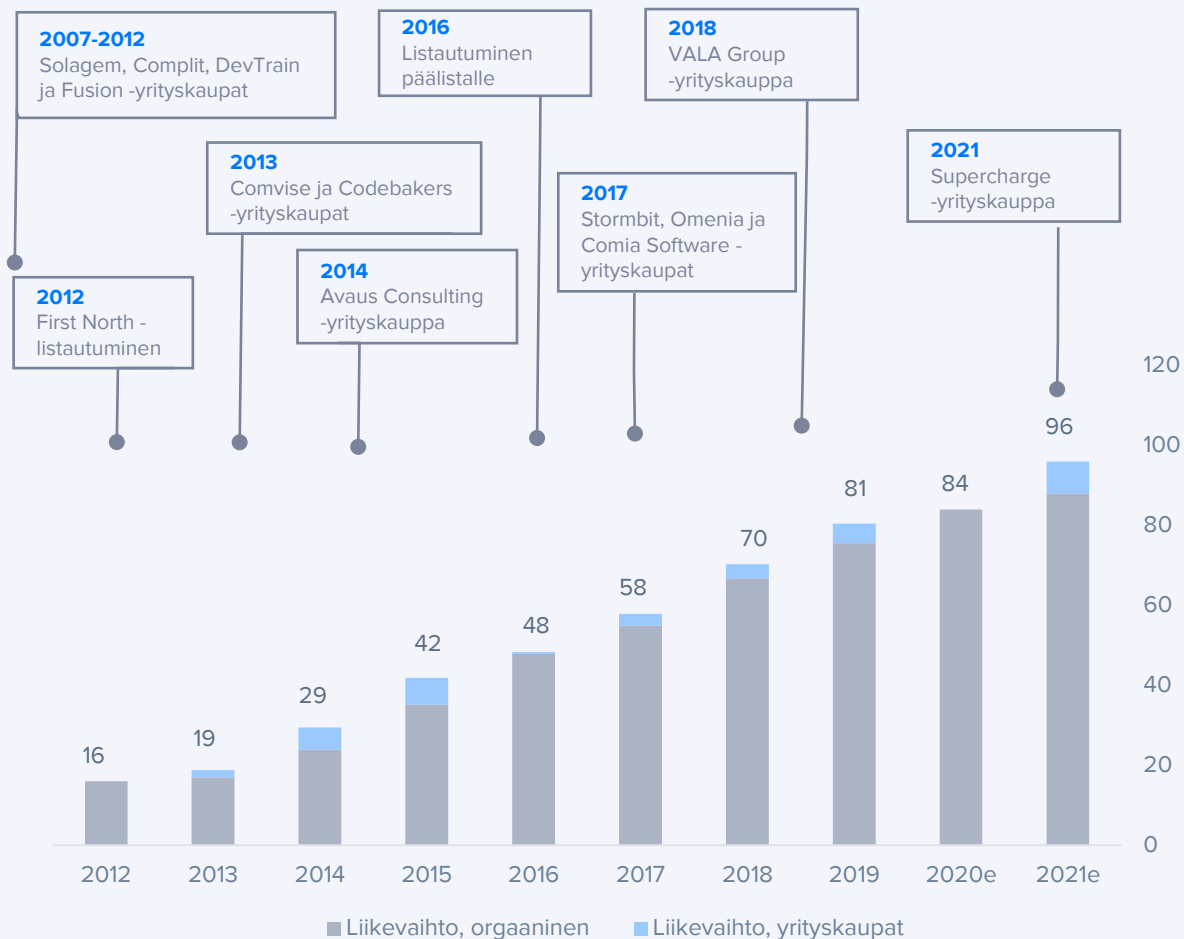
Käyttökate 2019

14 %

Kansainvälisen liikevaihdon osuus vuonna 2019

737

Henkilöstö 2019



Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	6-8
IT-palvelumarkkinat	9-15
Kilpailu	16-19
Strategia	20-24
Historiallinen kehitys	25-26
Ennusteet	27-28
Sijoitusprofiili	29-31
Arvonmääritys	32
Taulukot	33-41
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	42

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 1/2

Digitalisaation asiantuntijayritys

Siili on vuonna 2005 perustettu teknologiariippumaton ohjelmistojärjestelmien luovaan suunnitteluun ja tekniseen toteutukseen erikoistunut konsulttiyritys. Yhtiön keihäänkärkenä on yhdistää digitaalinen muotoilutoimisto ja teknologinen moniosaaja.

Siilin juuret ovat ohjelmistokehittäjien resurssivuokrauksessa, mistä Siili on viimeisen kymmenen vuoden aikana kasvanut kokonaisvaltaiseksi IT-palvelutaloksi ja ratkaisutoimittajaksi yrityskaupoin ja osaamisalueitaan laajentamalla. Yhtiön nykyiset ratkaisualueet kattavat osaajaresurssien vuokrauksen, asiakasräätelöityjen uusien digipalveluiden suunnittelun ja kehityksen, kokonaisvaltaisten IT-ratkaisujen toimituksen, ohjelmistootomaaion, pilvipalvelut ja autoteollisuuden digitalisaatoratkaisut.

Siili on noin 700 osaajan henkilöstöllä ja reilun 80 MEUR liikevaihdolla yksi useista Suomen IT-markkinan keskisuurista hyvin menestyneistä ”uuden ajan” toimijoista, jotka ovat onnistuneet viime vuosikymmenellä kasvamaan merkittävään kokoluokkaan panostamalla IT-markkinan kasvavalle uusien digipalveluiden alueelle. Siilillä on hyvät näytöt sen visiosta ja kyvystä reagoida IT-markkinan trendeihin ja yhtiö on laajentunut yritysostoin onnistuneesti markkinan kasvualueille.

Yrityskauppavetoista arvonluontia historiassa

Siilin historiaa kuvaa vahva yritysostovetoinen tarjooman laajentaminen ja kasvu 2010-luvulla. Pitkään jatkuneen vahvan kasvuvaiheen jälkeen yhtiö joutui kuitenkin vuonna 2018 luomaan

nahkansa uudestaan. Vuosina 2018-2019 Siilissä toteutettiin mittava organisaatiomalli- ja strategiauudistus, jolla yhtiössä rakennettiin perustaa seuraavaan vaiheeseen. Vuoden 2019 lopulla yhtiössä aloitti uusi toimitusjohtaja ja yhtiö kertoi siirtymästä seuraavaan kasvuvaiheeseen. Nyt yhtiö tavoittelee yli 10 %:n orgaanista kasvua ja tätä vahvempaa kansainvälistä kasvua.

Siili on kasvanut orgaanisesti arviomme mukaan keskimäärin 24 % vuodessa ja kuuden yrityskapan tukemana yhteensä 29 % vuodessa 2010-luvulla. Samaan aikaan yhtiön käyttökate-% on ollut 6-12 %:ssa. Koko historiansa aikana yhtiö on toteuttanut jo 11 yritysostoa. Siilin historiallinen arvonluonti on näkemyksemme mukaan perustunut yrityskauppoihin ja kasvuun, sillä yhtiön viime vuosikymmenen kannattavuus on sektorin kontekstissa ollut välttävällä tasolla.

Päämarkkina Suomessa ja kansainvälistyminen voimistuu

Siilin palvelemat asiakassektorit ovat julkishallinto, finanssi, teollisuus ja palvelut sekä autoteollisuus (ulkomailla). Yhtiön ensisijaisina asiakasorganisaatioita ovat Suomen 500 suurinta yritystä sekä julkinen sektori. Yhtiö pyrkii ketterän ja verkostomaisen toimintamallin, digitaalisen kokemuksen (Digital Experience) osaamisen sekä erikoistuneiden portfolio-yksiköiden kautta kasvamaan ja erottumaan kilpailusta.

Siilillä on Suomessa yksiköitä Helsingissä, Oulussa, Tampereella ja Seinäjoella. Lisäksi yhtiöllä on yksiköt Puolassa Wroclawissa ja Szczecinissä. Itsenäinen Siili Auto toimii Wroclawissa Szczecinissä, Berliinissä, Stuttgartissa sekä Detroitissa. Viimeisimmän Supercharge-yritysoston

myötä yhtiöllä tulee olemaan toimipisteet myös Budapestissä, Lontoossa ja Amsterdamissa.

Siilin kansainvälisten toimintojen liikevaihto oli 14 % vuoden 2019 liikevaihdosta. Kansainvälistyminen on yksi yhtiön strategian kulmakivistä ja Siili tavoittelee ulkomaantoiminnoissa kaksinkertaista kasvuvauhtia kotimaan toimintoihin verrattuna.

Liiketoimintarakenne – Core & Portfolio

Vuoden 2019 lopulla Siili täsmensi strategiaansa ja toimintamalliaan. Samalla Siili jakoi liiketoimintansa kahteen osaan, Siili Coreen ja portfolioyhtiöihin.

Core-palvelut ovat yhtiön ydinliiketoiminta ja sisältävät koko IT-palvelujen elinkaaren. Siilin Coren toimintojen runko on Suomessa. Suomessa Siilillä on hyvä kasvupotentiaali digitaaliseen kokemukseen liittyvien palveluiden muotoilussa ja luovassa teknologisessä toteutuksessa. Yhtiön kilpailukyky Suomessa on parhaimmillaan keskisuurissa ja suurissa asiakkaissa. Coren omaa osaamista täydentää ja joustavuutta lisää Siili One -partneriverkosto. Suomen Coren lisäksi yhtiö on avannut syksyllä Puolaan uuden Core -yksikön kiihdyttääkseen kansainvälistä kasvua. Puolan Core toimintojen strategia ja liiketoimintamalli vastaa Suomessa käytettyä mallia. Joulukuussa kerrotun Supercharge-yrityskaupan myötä yhtiölle tulee ensi vuoden alkupuolella Unkariin myös uusi Core-yksikkö. Verkostomainen toimintamalli mahdollistaa Coren kansainvälisten asiakkaiden palvelun eri maiden tuotantoyksiköistä. Coren tavoitteena on kannattava kasvu. Asiakkaille pyritään toteuttamaan entistä laajempia kokonaisuuksia nousten strategisen tason kumppaniksi.

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 2/2

Portfolio-yhtiöt on itsenäisiä liiketoimintayksiköitä, joilla on selkeä terävä fokus, tuotteistetut tarjoomat ja kansainvälistä kasvupotentiaalia. Portfolio-yhtiöillä on oma myynti, jonka lisäksi yhtiöiden palveluja myydään osana Coren tarjoomaa.

Portfolioon kuuluvat tällä hetkellä itsenäisinä juridisinä yhtiöinä toimivat VALA Group Oy ja Siili Auto Oy. Lisäksi ohjelmistorobotiikkaan ja automaatioon keskittyvää Skaleria siirretään parhaillaan Coresta Portfolioon. Siili Auto rakentaa modernien autojen digitaalisia käyttöliittymiä useita teknologioita hyödyntäen ja vastaa pääosaa nykyisestä kansainvälisestä liikevaihdesta. VALA Group on keskittynyt ohjelmistotestaukseen ja laadunvarmistukseen. Portfolioyhtiöiden omistusrakenteet ovat joustavat ja rakenne toteutetaan jokaiseen tilanteeseen parhaiten sopivalla mallilla. Keväällä 2019 tehty Robocorp-portfolioyhtiöstä irtautuminen on yksi esimerkki Siilin kyvystä kasvattaa ja luoda itsenäisiä menestyviä liiketoimintoja.

Johtamismalli

Siili on muuttanut viime vuosina toimintamalliaan merkittävästi. Aiempi johtamismalli toimi hyvin vuosien 2012-2017 strategiakaudella, jolloin Siili kasvoi voimakkaasti yrityskauppavetoisesti ja rakensi määrätietoisesti asemansa IT-markkinalla. Vanha ylhäältä johdettu matriisiorganisaatio ei kuitenkaan enää toiminut merkittävästi kasvaneessa kokoluokassa ja yhtiön oli uudistettava liiketoiminnan perusrakenteita pystyäkseen jatkamaan kasvua.

Vuonna 2018 Siili siirtyi kohti itsenäisistä yksiköistä koostuvaa verkostoa, jossa luovutaan hierarkiasta, vähennetään hallinnollisia rooleja sekä osallistetaan työntekijöitä siirtämällä asiakasteille

enemmän valtaa ja vastuuta. Vuonna 2019 Siili loi Core ja Portfolio yhtiörakenteen. Vuonna 2020 strategiaa konkretisoitiin ja samalla Siilin brändi ja Coren organisaatio uudistettiin strategian mukaiseksi Core-liiketoiminnot ovat itsenäisiä tulosityksiköitä, mutta toimivat myös yhdessä samoissa projekteissa. Portfolioyhtiöt voivat toimia eri liiketoimintamalleilla ja niillä on itsenäinen myynti. Hallinnon ja emoyhtiön roolina on tarjota tukipalveluita ja kehittää liiketoimintoja. Yhtiö on myös uudistanut liiketoiminnan taustajärjestelmänsä tukeakseen uutta rakennetta.

Siilin uusi johtamismalli pyrkii tietyllä tapaa yhdistämään laaja-alaisen digitalisaatiokonsultin sekä erikoistuneita digitalisaatioyrityksiä kasvattavan pääomasijoittajan parhaat puolet. Portfolio-yhtiöille Siili tarjoaa osaamista, pääomia ja asiakkuuksia luoden yrittäjille hyvän ympäristön uuden liiketoiminnan kasvattamiselle ja kehittämiselle. Portfolioyhtiöt taas tuovat Siilin projekteihin teräviä osaamiskärkiä sekä Siilin omistajille arvonaluontipotentiaalia hallituin riskein.

Onnistuessaan uusi toimintamalli voisi tuoda organisaatioon skaalautuvuutta, ristiinmyyntiä ja paremmat laskutusasteet, joustavuutta, innovaatiota ja houkuttelevuutta työnantajana. Organisaatio-rakenteen haasteena on arviomme mukaan siilomaiseksi Core ja Portfolio-organisaatioksi ajautumisen riski, fokuksen katoamisen ja yhtenäisen asiakasviestin puuttumisen riski. Lisäksi voimakas kansainvälistyminen voi kulttuurillisia ja johtamishaasteita. Siilin haasteena on arviomme mukaan myös monien muiden ketterien digikehittäjäatalojen tavoin organisaation myynnillinen ja kulttuurillinen painottuminen resurssien myyntiin sen sijaan, että ratkaistaisiin

asiakkaan ongelmia. Sektorin toimijoilla on kuitenkin selkeä suuntaus pyrkiä vahvemman kumppanin rooliin asiakkaissa.

Liiketoimintamalli asiantuntijamyynä

Siili on liiketoimintamalliltaan korkean tason asiantuntijamyynä erilaisilla toimitusmalleilla. Arviomme mukaan suurin osa liiketoiminnasta on tuntilaskutteista osajaresurssien myyntiä ja osa ratkaisutoimitusten myyntiä, joka voi perustua kiinteään projektitoimitukseen, tuntityöhön tai näiden yhdistelmään. Juridisesti liikevaihto pohjautuu tyypillisesti pitkiin puitesopimuksiin. Arviomme mukaan yhtiö kantaa liiketoiminnassaan hyvin rajallisen määrän projektiriskejä. Lisäksi Siilillä on jatkuvia ylläpitosopimuksia, joihin voi sisältyä pilvikapasiteetin jälleenmyyntiä. Ylläpitoliiketoiminta on vielä melko pienessä mittakaavassa, mutta asiakkaiden ostamisen painopiste siirtyy jatkuvasti voimakkaasti projekteista kohti jatkuvaa kehitystyötä.

Siilin Coren strategian keihäänkärki on digitaalinen kokemus (Digital Experience), sisältäen koko elinkaaren kattavaa digitaalista palvelukehitystä. Asiakasyrityksissä pyritään nousemaan strategisen tason kumppaniksi, joka pystyy hallitsemaan laajoja komplekseja kokonaisuuksia. Portfolion osalta liiketoiminnoissa tähdätään enemmän monistettaviin erikoistuneisiin palvelukonsepteihin, joilla on kansainvälistä kasvupotentiaalia.

Siilin liiketoimintamallin vahvuuksia ovat maltillinen riskitaso, vakaa kannattavuus ja rahavirta. Asiantuntijanäkökulmasta yhtiön henkilöstö on painottunut senioriin osajaprofiiliin sekä pääkaupunkiseudulle. Tämä on osin kilpailuetu, jonka päälle rakentaa, mutta se heijastuu myös yhtiön verrokkeja korkeampana kustannustasona.

Kumppanit



Teknologiatoimittajat
ja -yhteisöt



Alihankkijat,
resurssivuokraajat

Toiminnot

Core yksiköt



Portfolio yhtiöt



Emoyhtiön toiminnot

Markkinointi ja go-to-market



Tukipalvelut

Liiketoimintojen
kehitys



Palvelualueet

Digitaalinen strategia ja
innovaatio

Design

Räätälöidyt digipalvelut

Data, analytiikka ja AI

Ohjelmistokehitys

Pilvi- ja jatkuvat palvelut

Ohjelmistoautomaatio

Autoteollisuus



Liiketoimintaidea

Siilissä yhdistyvät ainutlaatuisella
tavalla digitaalinen
muotoilutoimisto ja teknologinen
moniosaaja.



SIILI

- Liiketoiminta jaettu ydinliiketoimintaan (Core) ja portfolioyhtiöihin
- Vahvat näytöt yrityskaupoista ja markkinatrendien tunnistamisesta
- Keihäänkärkenä digitaalinen kokemus (DX) sekä erikoistuneet portfolio-yksiköt
- Vakiintunut asema Suomen IT-palvelumarkkinassa
- Kansainvälistä kasvupotentiaalia

Myyntikanavat



Suoramyynti
loppuasiakkaalle



Alihankkijaketju
(autoteollisuus)

Kilpailu



Asiakastoimialoja



Teollisuus



Finanssi



Julkishallinto



Palvelut



Automotive
(ulkomaat)

Kustannusrakenne

737 hlö (2019)
74 m€ (2019)



Henkilöstökulut
(68 % kustannuksista)



Alihankkijat ja ostot
(20 %)



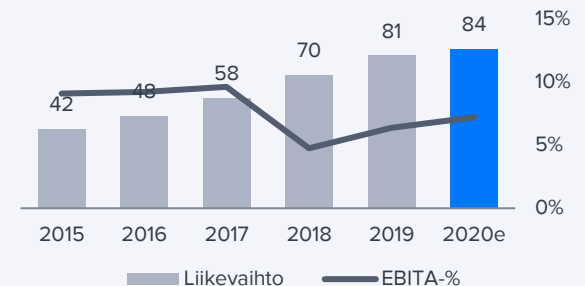
Liiketoiminnan muut kulut
(12 %)



Projekti- ja asiantuntijatyö

Tulovirrat

Liikevaihto 81 m€
EBITA 5,1 m€ (2019)



IT-palvelumarkkinat 1/5

Markkinan koko ja määritelmä

Markkinan koko ja määritelmä

Pohjoismaiden (Ruotsi, Norja, Suomi, Tanska) IT-palvelumarkkinan koko oli IDC:n mukaan 24,4 miljardia dollaria vuonna 2018. IDC on ennustanut pohjoismaiden markkinan kasvavan keskimäärin 3,2 % vuodessa 29,5 miljardiin dollariin vuoteen 2023 mennessä. IT-palvelumarkkinan perinteiseen määritelmään kuuluvia osa-alueita ovat esimerkiksi IT-konsultointi, ohjelmistokehityspalvelut, integrointi- ja käyttöönottopalvelut, ulkoistuspalvelut, ohjelmistojen ylläpito- ja tuki sekä IT-infrastruktuuripalvelut. IT-palvelumarkkinan ja sen euromääräisen koon määritelmä on kuitenkin hämärtymässä, kun IT:n ja teknologian rooli on nousemassa digitalisaation myötä konehuoneesta liiketoiminnan ytimeen eri toimialoilla. Siten IT-palveluyhtiöiden toimintakenttä risteää yhä vahvemmin uusien rinnakkaismarkkinoiden kanssa, joita ei ole perinteisesti katsottu kuuluvan IT-markkinoihin. Näitä ovat esimerkiksi strategiakonsultointi, muutosjohtaminen, design ja palvelumuotoilu.

Markkinan pitkän aikavälin kasvunäkymät

Yhteiskunnan digitalisoituminen edellyttää toteutuakseen valtavan määrän käsipareja rakentamaan, integroimaan ja ylläpitämään uusia sovelluksia, minkä takia IT-konsulttiyhtiöiden pitkän aikavälin kysyntäfundamentit ovat näkemyksemme mukaan vahvoja. Tämän ansiosta IT-palveluyhtiöt tarjoavat sijoittajalle hyvän mahdollisuuden sijoittaa digitalisaatio-trendiin palveluliiketoiminnan rajatummalla

riskiprofiililla. Markkinan voidaan odottaa kasvavan makrotaloutta nopeammin pitkällä aikavälillä.

Siili on kasvanut 2010-luvulla orgaanisesti yleistä markkinaa mukaillen. Yhtiö on lisäksi kasvanut vahvasti yritysostoin ja samalla muokannut tarjoomaansa hyvin ennakoimalla oikea-aikaisesti markkinatrendejä. Yhtiö lähti esimerkiksi panostamaan designin alueelle jo 2010-luvun alkupuolella vuosia ennen, kuin muu markkina ryntäsi samalle palvelualueelle.

Koronan vaikutukset ja markkinanäkymä nyt

Koronapandemia tekee hidasteen IT-markkinan viisi vuotta kestäneeseen erittäin suotuisaan sykliin. Markkinan ennen koronan puhkeamista voi sanoa jo ylikuumentuneen etenkin osaajakilpailun takia, minkä takia pieni tasaantuminen on markkinalle myös tervettä.

Koronapandemia vaikuttaa IT-markkinaan makrotalouden heikentymisen kautta. Sektorin yhtiöiden kehitys on toistaiseksi ollut pääosin hyvää, sillä olemassa olevat hankkeet ovat jatkuneet ja organisaatiot ovat pystyneet hyvin sopeutumaan etätöihin. Kannattavuudet ovat olleet lähes kautta linjan vahvoja johtuen koronan myötä laskeneista kulurakenteista ja sopeutustoimista. Negatiivisia vaikutuksia on nähty lähinnä tilanteesta välittömästi kärsineillä asiakastoimialoilla ja projektiliiketoimintaan painottuneilla yhtiöillä. Julkishallinnossa olemassa olevat budjetit kantavat kysyntää ja uusia suuria hankkeita on alkanut myös korona-aikana. Näkemyksemme mukaan tilanne näyttää nyt jo kevättä huomattavasti paremmalta. Ensi vuoteen liittyä vielä luonnollisesti epävarmuutta, mutta

kokonaisuutena sektori selviää koronavuodesta varsin kuivin jaloin.

TietoEVRYn arvion mukaan IT-markkinat laskevat 3-7 % vuonna 2020, mikä on näkemyksemme mukaan suomalaisiin listattuihin yhtiöihin peilaten pessimistinen arvio. Siilillä korona vaikuttaa erityisesti Siili Auto -liiketoimintaan, joka on kevään rajun kysynnän pudotuksen jälkeen kuitenkin palannut elpymisen uralle.

Koronan ylitse katsottaessa IT-markkinan kasvufundamentit arviomme mukaan vahvistuvat, kun tilanne pakottaa asiakkaita panostamaan sähköiseen liiketoimintaan. Monilla asiakasyrityksillä korona on todennäköisesti viimeinen sysäys digitaaliseen transformaatioon, joka ehti vuosia olla puheen tasolla.

Korona muuttaa myös IT-palveluyhtiöiden työtapoja ja kustannusrakennetta. Arviomme mukaan koronan yli katsottuna etenkin verkostomainen toimintatapa ja nearshore-resurssien käyttö tulee yleistymään. Tämä parantaa suomalaisyritysten edellytyksiä kansainvälistyä Keski-Euroopan markkinoille, joissa yritysten digitaalinen maturiteetti on selvästi Pohjoismaita matalampi. Lisäksi sektorin yhtiöiden tehokuutta tukee pienempi toimistotilojen tarve ja pienemmät matkustuskulut.

IT-investointien muuttuva luonne jakaa markkinaa

Jatkuvasti voimistuva digitalisaatiomurros käynnisti IT-markkinalla 2010-luvulla uuden aikakauden, joka on jakanut markkinaa uusiksi ja synnyttänyt uusia toimijoita markkinalle.

IT-palvelumarkkinat 2/5

Digitalisaatiomurroksen myötä IT:n ostaminen on muutoksessa, mikä edellyttää IT-yhtiöiltä kykyä sopeuttaa tarjontaa jatkuvasti. Markkinalla oli 2010-luvulla siirtymä kohti IT-investointeja, joilla luodaan uutta liiketoimintaa ja erottumistekijöitä, kun pelkän kustannustehokkuuden tavoittelu ei enää riitä kilpailussa. IT:n ostaja on tällöin usein liiketoiminta tai tuotekehitys eikä tietohallinto ja tukitoiminnot. Kysytyt osaamisalueet liittyvät kasvavassa määrin uusiin digitaalisiin palveluihin ja vähemmän taustajärjestelmiin. Markkinan murros loi voimakkaan kasvumahdollisuuden monille uudelle aikakaudelle syntyneille toimijoille (kuten Futurice, Solita, Reaktor, Siili, Gofore ja Vincit), jotka ovat profiloituneet tarjoomaltaan uusien digipalveluiden kehittäjiksi.

Perinteiset toimijat olivat aluksi hitaita mukauttamaan tarjontaansa ja kulttuuriaan vastaamaan paremmin markkinan muuttuvaa ostokäyttäytymistä ja palvelualueiden kysyntää.

IT-palvelumarkkinan muutosta 2010-luvulla voidaan havainnollistaa yksinkertaistettuna jakamalla markkina voimakkaasti kasvaneisiin uusiin digitaalisiin palveluihin sekä hiipuvaan perinteiseen tietojärjestelmäkehitykseen. Markkinan kahtia jakaminen on nyt kuitenkin muuttumassa epärelevantiksi, sillä uusia digitaalisia palveluita ei voida käsitellä liiketoiminnan ydinjärjestelmistä erillisenä.

Selkeänä trendinä markkinalla onkin nyt IT-ostamisen vakavoituminen, kun asiakasorganisaatioissa on havaittu, että oikotietä digitalisaatioon ei pystytä hankkimaan ostamalla digisovelluksia tietohallinto ohittaen. Organisaatioiden vakiintuneet tietojärjestelmät

eivät katoa, vaan niitä on modernisoitava toimimaan alustoina uusille digipalveluille. IT-investoinnit kohdistuvat uusiin toiminnallisuuksiin, joita rakennetaan rajapintaratkaisuilla olemassa olevien järjestelmien päälle. Tämä trendi on vastaavasti palauttanut kilpailuetua ”perinteisemmille” toimijoille, kun taas monet, pääasiassa osaajahankinnalla menestyneet digipalveluiden kehittäjät ovat kohdanneet viime vuosina selkeitä haasteita ja joutuneet arvioimaan strategioitaan uudelleen. Asiakasorganisaatioiden digitaalisen maturiteetin kasvun myötä niistä on tullut myös vaativampia ostajia ja ne ovat myös itse aktivoituneet rakentamaan omia ohjelmistokehitystiimejä.

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

Markkinan sisäinen jakautuminen ja kehityssuunta

Olemme jakaneet IT-palvelumarkkinan kolmeen eri osioon (sivu 11) seuraavasti:

1. Uusien digitaalisten palveluiden markkina, joka käsittää uusien digitaalisten palveluiden kehityksen (räätälöity ohjelmistokehitys). Tämä on ollut markkinan voimakkaimmin kasvava (arvioimme >15 %) osa-alue, joka on käytännössä syntynyt vasta viimeisen reilun 5 vuoden aikana. Nimekkäitä toimijoita

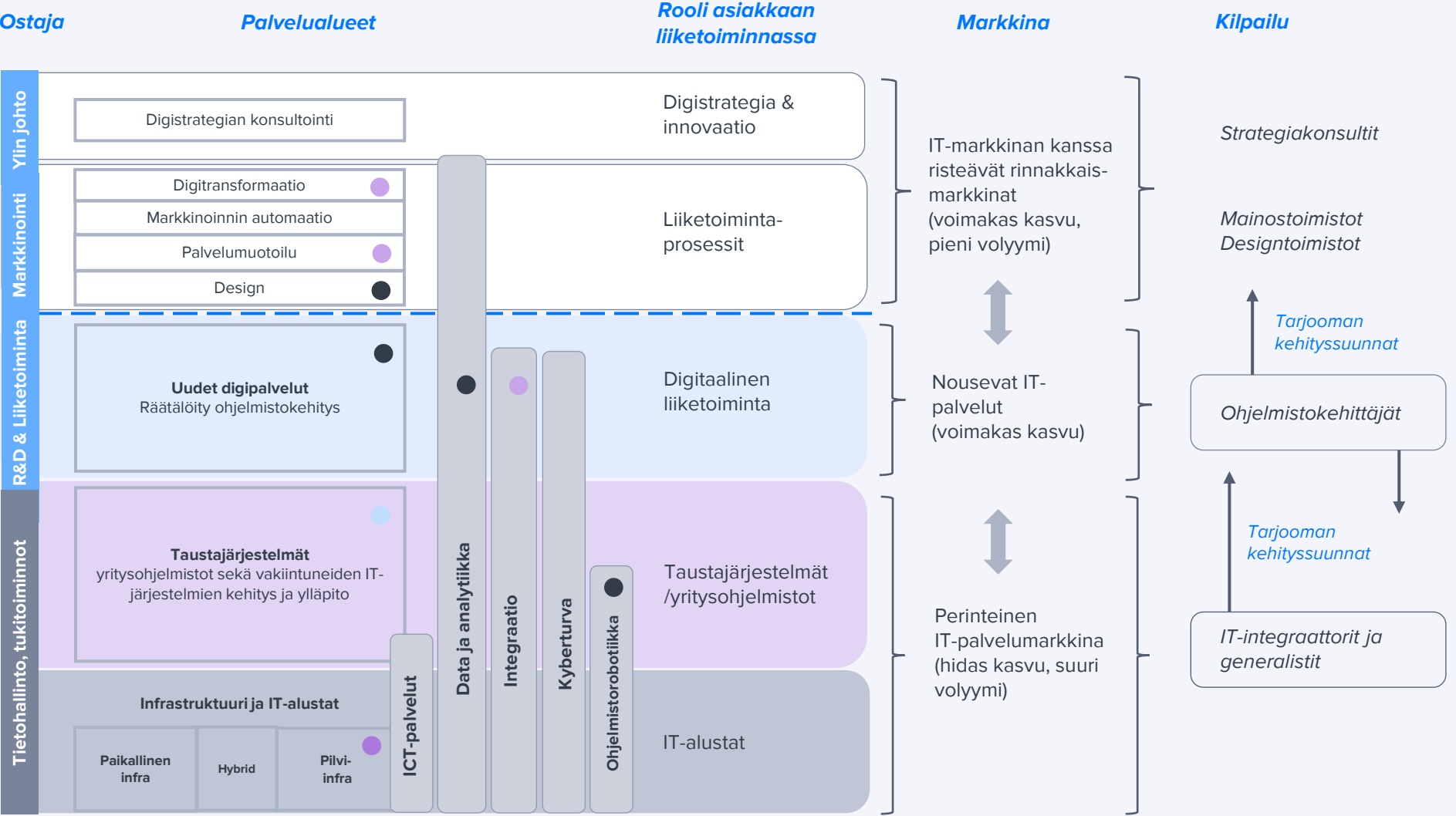
markkinalla ovat muun muassa Reaktor, Futurice, Nitor, Bitfactor, Siili ja Vincit, minkä lisäksi suuret IT-generalistit ovat lähteneet panostamaan tälle alueelle myöhässä. Tälle markkinalle ominaista on matala alalle tulon kynnys.

2. IT-taustajärjestelmien ja yritysohjelmistojen markkina, joka käsittää laajasti ERP:n ja siihen liitännäiset järjestelmät kattaen pääasiassa valmisohjelmistojen toimituksen, räätälöinnin, integraation ja ylläpidon. Tällä markkinalla Suomessa tunnettuja toimijoita ovat esimerkiksi Innofactor, Enfo, Solteq, Digia, Sofigate, eCraft, Bilot sekä erityisesti IT-generalistit (kuten TietoEVRY ja CGI). Tällä alueella markkinan kasvu on ollut hidasta ja ominaista korkea alalle tulon kynnys.

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

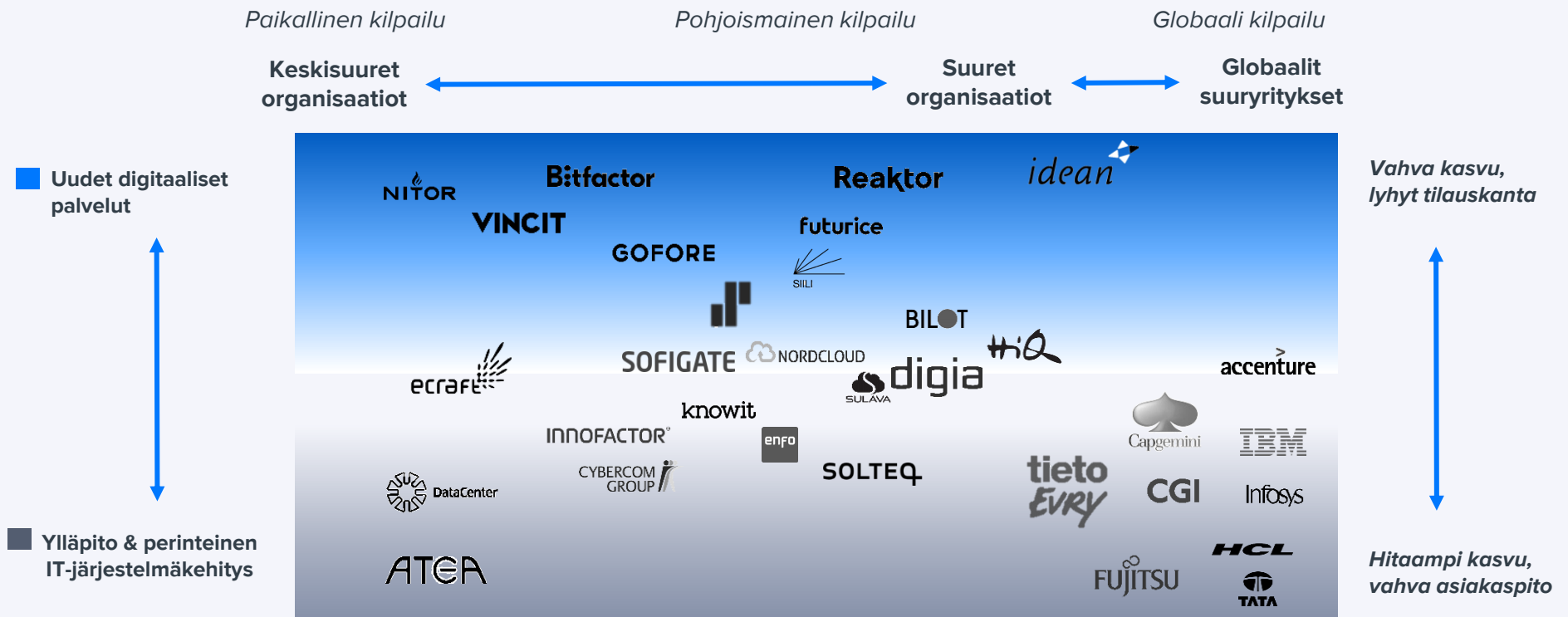
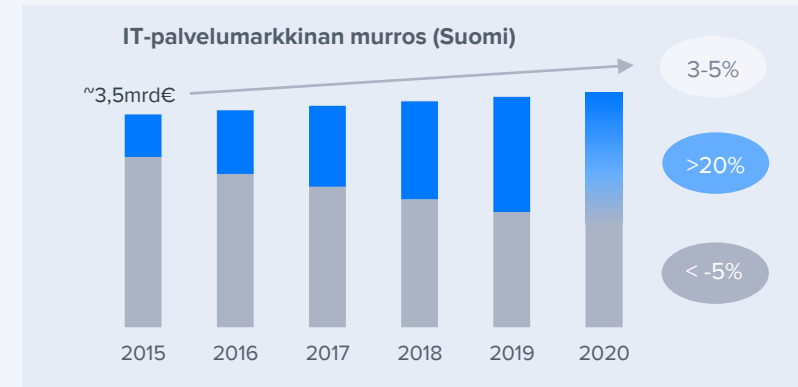
Näiden kolmen markkinan läpi leikkaavia palvelualueita ovat muun muassa data ja analytiikka, integraatio, kyberturva sekä ohjelmistorobotiikka.

IT-palvelumarkkinan jakautuminen



Markkinat ja arvoketju

IT-yhtiöiden asemoituminen pääasiallisen kohderyhmän ja palvelualueiden mukaan Suomen markkinalla



IT-palvelumarkkinat 3/5

Viime vuosina näkyvin trendi markkinalla on ollut IT-talojen pyrkimys päästä kiinni asiakkuuksiin jo digitalisaatiohankkeiden suunnitteluvaiheessa (digikonsultointi, palvelumuotoilu ja design), sillä yhden suunnittelutyötunnin myynti on tarkoittanut moninkertaista määrää ohjelmistokehitystuntien myyntiä. Monet toimijat pyrkivät vahvempaan asemaan arvoketjussa vahvistamalla neuvonantopalveluiden osaamista, jolloin IT-toimittaja ennemminkin johtaa hankkeita ja resursseja, kuin pelkästään toimittaa niitä. Suuntaus on näkynyt markkinalla lukuisina yrityskauppoina. Lisäksi monet IT-konsultit pyrkivät laajentumaan strategiatason konsultointiin, joskin vaihtelevalla menestyksellä.

Selkeä suuntaus sektorin toimijoilla on myös elinkaariajattelu, sillä monet uudet toimijat pyrkivät nyt rakentamaan myös kyvykkyyden tarjota ohjelmistoylläpitoa. Lisäksi asiakkaiden ostaminen on siirtymässä voimakkaasti ohjelmistokehitysprojekteista kohti jatkuvaa ohjelmistokehitystä, mikä muuttaa markkinan luonnetta. Yhteistä kaikkien keskusurten ja suurten toimijoiden strategioille on myös pyrkimys liiketoimintakriittisemmän kumppanin asemaan asiakkaissa. Pienten ohjelmistokehittäjäalojen osaaminen ja tarjonta ei tällöin yksinään ulotu riittävän syvälle asiakkaan IT-järjestelmiin ja prosesseihin. Tämä kehitys voi kiihdyttää markkinan konsolidaatiota.

Näemmekin Suomen IT-palvelumarkkinan kehittyvän nyt yhä voimakkaammin suuntaan, jossa perinteisten ja uusien toimijoiden tiet ovat risteämässä ja raja "uuden" ja "perinteisen" IT:n välillä hämärtyy.

Taustajärjestelmäosaaminen tekee paluuta

IT-markkinan kovin kysyntä on jo vuosia ollut uusien digitaalisten palveluiden kehittämisessä sekä luonteeltaan vielä melko kokeilevassa ohjelmistokehityksessä. Näkemyksemme mukaan markkinalla ollaan kuitenkin siirrytty vaiheeseen, jossa 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 kärsineen toiminnanohjausjärjestelmien markkinan luonne muuttuu ja markkinalla on piristymistä. Myös integraatio- ja dataosaamisen merkitys korostuu.

Tämä suuntaus elinkaariajatteluun on Siilin kaltaisten digipalveluiden kehittäjien näkökulmasta yksi haaste kilpailussa generalisteja vastaan, mihin yhtiö pyrkii vastaamaan rakentamalla kyvykkyksiä jatkuvaan kehitysohjelmaan, ylläpitoon ja pilvi-infrastruktuuriin. Siilin vahvuuksia kuitenkin ovat arviomme mukaan yhtiön data- ja integraatio-osaaminen.

Korona muuttaa kilpailua vahvemmin osaajista asiakkaisiin

Vahva kysyntä ja siitä syntynyt osaajakilpailu on viimeisen 5 vuoden aikana korostanut kulttuurista ja rekrytointiosaamista yritysten kilpailutekijänä IT-markkinalla. Voittajia tässä trendissä ovat viime vuosina olleet selkeästi pienet ja ketterät toimijat, jotka usein erottuvat kulttuurilla ja

organisaatiomallilla. Näitä toimijoita ovat olleet esimerkiksi Vincit, Reaktor, Futurece, Solita ja Gofore. Myös teollisuus on aktivoitunut kilpailemaan yhä enemmän samoista osaajista, mikä on kiristänyt osaajakilpailua. Nyt koronaviruksen myötä markkinalla ollaan siirrytty osaajakilpailusta kohti tilannetta, jossa kovin kilpailu käydään asiakkaiden tilauksista. Tämä muuttaa markkinan kilpailun luonnetta lyhyellä aikavälillä, vaikka isossa kuvassa osaajakilpailu tulee todennäköisesti jatkumaan vielä vuosien ajan. Tämä voi helpottaa osaajien saatavuutta ja kustannusinflaatiota, mutta kiristää hintakilpailua.

Kustannusinflaatio ja hinnoitteluympäristö

Yleisesti IT-sektorin hinnoitteluympäristö on terveellä tasolla, mutta taloustilanteen heikentyminen voi johtaa myöhemmin hintapaineeseen. Eri yhtiöiden kanssa käymiemme keskusteluiden perusteella palkkainflaatio on ollut vuosina 2018-2019 vajaan 5 %:n tasolla. Yhtiöiden kommenttien perusteella kiihtynyttä kustannusinflaatiota ei ole saatu vietyä täysin eteenpäin hintoihin, koska monilla pitkäaikaiset puitesopimukset vaikeuttavat tätä. Tämä on osin rasittanut sektorin yhtiöiden kannattavuuksia viime vuosina. Talouden näkymien heikkoudesta huolimatta sektorilla on nähty suhteellisen vähän ilmoituksia yt-neuvotteluista koronan puhkeamisen jälkeen ja nämä ovat pääasiassa johtaneet vain lomautuksiin. Lievästi kiristyvää hintakilpailua kompensoi kustannusinflaation lieventyminen. TietoEVERY kommentoi joulukuussa palkkainflaation olleen 3-5 %:n haarukan alalaidassa vuonna 2020 ja yhtiö odottaa sen nousevan hieman vuonna 2021.

IT-palvelumarkkinat 4/5

Yrityskaupat ja konsolidaatio

IT-palvelusektorin konsolidaatio oli aktiivista läpi viime vuosikymmenen. Sektorille ominaista on ollut strategisten osaamisalueiden puutteiden paikkaaminen yrityskaupoilla.

Monilla toimijoilla on vahvat kassat ja yritysostot osana strategiaa. Koronan puhjetessa yritysjärjestelyt pysähtyivät, mutta syksyllä ilmassa on ollut aktiviteetin piristymistä. Sektorin yhtiöiden hinnoittelu on kohonnut tuntuvasti viimeisen 5 vuoden aikana ja tämä korkea hinnoittelu on myös valunut listaamattomien puolelle (sivu 41). Lähelle listayhtiöiden tasoa koonneet arvostukset heikentävät ostajien edellytyksiä tehdä omistaja-arvoa luovia yrityskauppoja. Siten viisi vuotta sitten erittäin tehokas resepti, jossa listaamattomia ostettiin omaa osaketta käyttäen alemmilla kertoimilla ei siten enää toimi vastaavasti.

Arviomme mukaan yritysjärjestelyt olivat jäissä koronaepävarmuuden aikana ostajien ja myyjien suurten näkemyserojen takia. Nyt näkyvyys on ensimmäisen aallon vaikutusten ja koronarokotteen myötä parempi, mikä on jälleen syksyllä laukaissut yritysjärjestelyaktiviteetin niin pienessä kuin suuremmassakin kokoluokassa.

Myös ulkomaiset toimijat tähyävät ostettavaa Suomesta, mikä lisää sektorin konsolidaatiopainetta. Ulkomaisten sijoittajien näkökulmasta suomesta kiinnostavan tekee poikkeuksellinen keskisuurten digipalveluiden kehittäjien markkina ja näiden toimijoiden osaaminen.

Digipalveluiden kehityksen markkinan siirtyessä

nyt kypsempään vaiheeseen ja IT-markkinan eri osa-alueiden yhdyttyessä on laajempi konsolidaatio todennäköistä, kuten Tiedon ja EVRYn fuusiossa nähtiin. Kiinnostava skenaario voisi olla kahden Siilin kaltaisen keskimarkkinan toimijan yhdistäminen vahvemmaksi toimijaksi haastamaan suuria generalisteja. Siilin seuraavan 10 vuoden arvonaluonnin kannalta olennaista on myös yhtiön rooli sektorin laajemmassa konsolidaatiossa.

Markkinan tulevat voittajat näkemyksemme mukaan

IT-markkinan selkeimpiä voittajia viimeisen 5 vuoden aikana ovat olleet uusien digipalveluiden kehitykseen erikoistuneet yhtiöt, jotka ovat menestyneet etenkin osaajakilpailussa. Nyt digipalveluiden markkina on saavuttanut selkeästi kypsempään vaiheen ja pelin seuraava ottelu käydään muualla kuin puhtaasti osaajakilpailussa. Näkemyksemme mukaan sektorin menestystekijät muuttuvat ja voittajia seuraavan 5 vuoden aikana ovat:

- Vahvojen asiakkuuksien omistajat, joilla on strategisen kumppanin rooli asiakkaissa, kyky johtaa laajoja IT-hankkeita sekä skaalata toimintaa vahvan alihankkijaverkoston kautta. Alihankkijan roolissa olevat pienet toimijat, jotka ovat pääasiassa keskittyneet asiakkaitaan enemmän osaajakilpailuun, ovat heikoilla makromarkkinan heikentyessä.
- Yritykset, joilla on vahvaa integraatio- ja taustajärjestelmäosaamista sekä kyvykkyys ylläpitoon ja jatkuviin palveluihin. Ylläpidossa vahvat toimijat ovat vahvoilla myös markkinan heikentyessä. Tämä on monen keskisuuren

digipalveluiden kehittäjän heikkous.

- Yritykset, jotka onnistuvat rakentamaan dynaamisen organisaatiomallin, joka pystyy reagoimaan ketterästi nopeasti kehittyvään markkinaan. Monet sektorin yhtiöt kärsivät tehottomista ja huonosti joustavista hierarkisista ja siiloutuneista organisaatorakenteista, jolloin uudistuminen on vaikeaa markkinan muuttuessa.
- Yritykset, jotka säilyttävät selkeän strategisen fokuksen. Useat sektorin yhtiöt kärsivät kasvukivuista, kun niiden pakka on levinnyt nopean laajentumisen seurauksena.

Markkinan trendit

Trendit organisaatioiden IT-ostamisessa

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

- Suuria, monivuotisia korkean riskin erp-käyttöönottoprojekteja (SAP, Oracle, IBM) ei enää tehdä ja tämän markkinan luonne muuttuu. Vakiintuneet toiminnanohjausjärjestelmät eivät poistu asiakkailta, mutta ne jäävät ylläpitotilaan olemassa olevien IT-toimittajien hoitoon ja niitä viedään pilveen. Toiminnanohjausjärjestelmien modernisointiin investoidaan, jotta ne eivät olisi pullonkaulana digitalisaatiohankkeille. Häviäjiä ovat olleet suurista projekteista riippuvat generalistit. Hyötyjiä ovat usein pienemmät toimijat, joilla on integraatio-osaamista.

IT-palvelumarkkinat 5/5

- IT:n hankkiminen suurina projekteina vähenee ja siirtyy kohti pienempiä, iteroivia prosesseja sekä jatkuvaa kehitystä. Häviäjiä ovat hidasliikkeiset projektiorganisaatiot. Hyötyjiä ovat toimijat, joilla on osaamista ketterään ohjelmistotuotantoon, kyky hallita useiden eri toimittajien palveluita sekä kyvykkyydet jatkuvien palveluiden tuottamiseen.
- Liiketoimintalähtöisen ostamisen yleistyessä IT-yhtiöt etsivät uusia arvontuottoon pohjautuvia, skaalautuvampia hinnoittelumalleja saadakseen irrotettua liiketoimintamallinsa heikosti skaalautuvasta asiantuntijaresurssien myynnistä.
- 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. Hyötyjiä ovat asiakkaan liiketoimintaa ja toimialaa ymmärtävät toimijat.
- IT-markkinalla tehdään edelleen vähiten sitä, mistä puhutaan eniten. Näkyvimpiin hypetermeihin liittyvien palveluiden (AI, VR, AR, IoT, NLP jne.) volyymi on vielä pientä sektorin tasolla. Näistä kuitenkin muodostunee seuraavan 5 vuoden tähtäimellä merkittäviä palvelualueita.
- Käyttäjakeskeisyyden ja asiakaskokemuksen nousu jatkuu. Nousevia alueita ovat esimerkiksi digitaalinen palvelumuotoilu, design ja asiakaskokemus. Osaaminen näillä alueilla nousee tärkeämmäksi kilpailutekijäksi IT-toimittajaa valitessa. Monet toimijat ovat paikanneet tätä aluetta yrityskaupoin. Hyötyjiä ovat olleet pienet luovat, design-keskeiset toimijat.
- Pilvimurros jakaa markkinoita uusiksi. Asiakkaiden IT-toimintoja viedään pilveen kiihtyvällä vauhdilla pilven hyötyjen takia ja siksi, että se on usein edellytys uusille digitaalisille liiketoimintamalleille. Hyötyjiä ovat ne, joilla on vahvaa omaa osaamista pilviteknologioissa. Merkittäviä häviäjiä ovat perinteisen paikallisen IT-infrastruktuurin toimittajat.
- Perinteinen ohjelmistolisenssien jälleenmyynti siirtyy pilveen ja ohjelmistotalot pyrkivät saamaan haltuunsa suurempaa osaa arvoketjusta SaaS-malleihin siirryttäessä. Ohjelmistojen jälleenmyyjien lisenssikomissiot ovatkin kutistuneet viime vuosina. Häviäjiä ovat lisenssien jälleenmyynnistä riippuvaiset toimijat. Hyötyjiä ovat asiakkaat.
- Asiakkaiden organisaatioiden siiloutuminen tulee olemaan IT-yhtiöiden myynnin haasteena. IT:n ostajana on tietohallinnon ohella yhä useammin markkinointi tai tuotekehitys, mutta digitaalisen liiketoiminnan rakentaminen vaatii näiden alueiden yhteispeliä ja kykyä hallita kokonaisuutta. Voittajia ovat kokonaisuuksia hallitsevat toimijat, jotka osaavat puhutella myös asiakkaan liiketoimintajohtoa ja markkinointia.
- Data ja analytiikka on nousemassa jälleen yhdeksi markkinan kuumimmista trendeistä. Datasta on tulossa yhä useammalla toimialalla strateginen kilpailutekijä ja edellytys tulevaisuuden tekoälyratkaisuille. Haasteena asiakkailla on yhdistää data siiloutuneesta tietohallinnosta läpi koko organisaation myös markkinointiin ja liiketoimintajohtoon. Voittajia ovat IT-yhtiöt, joilla on yhdistettynä analytiikan, koneoppimisen ja liiketoiminnan ymmärrystä.
- Halvimpien offshore-resurssien merkitys kilpailutekijänä heikentyy edelleen, sillä uusia digitaalisia palveluita on vaikea toteuttaa luotettavasti, riittävän nopeasti ja kustannustehokkaasti toisella mantereella sijaitsevilla offshore-resursseilla. Ohjelmistorobotiikka heikentää edulliseen työvoimaan pohjautuvaa kilpailuetua entisestään. Nämä trendit palauttavat IT-osaamisen kustannuskilpailuetua Aasiasta Eurooppaan. Häviäjiä ovat toimijat, joiden kilpailuetu on perustunut puhtaasti offshoren kustannustehokkuuteen. Hyötyjiä ovat toimijat, jotka pystyvät yhdistämään paikallisen läsnäolon lähellä asiakasta sekä saavuttamaan riittävän kustannustehokkuuden hyödyntämällä nearshore- ja/tai offshore-resursseja oikeassa suhteessa. Lisäksi voittajia ovat ohjelmistorobotiikan osaajat.

Kilpailu 1/2

Kilpailu ja vertailuryhmä

Kilpailijoina IT-generalistit ja erikoistujat

Suomen noin 4,0 miljardin euron IT-palvelumarkkina jakautuu suurten kansainvälisten generalistien (mm. Tieto, CGI, Fujitsu, Accenture, CapGemini), noin 20 Siilin kaltaisen keskisuuren 20-100 MEUR liikevaihtoluokassa olevan toimijan sekä lukuisten pienten toimijoiden kesken. Generalistit edustavat arviomme mukaan markkinasta yli 2 miljardin osuutta, keskisuuret toimijat yli miljardin osuutta ja pienemmät alle 100 henkilön yritykset loppuhäntää markkinasta. Suomen markkinalle kansainvälisesti vertailtaessa ominaista on vahva keskisuurten toimijoiden markkina.

Siilin kilpailijoita ovat suuret, usein kansainväliset IT-generalistit sekä pienemmät ohjelmistokehitystalot. Generalisteista esimerkkinä voidaan mainita Tieto, CGI, Capgemini ja Accenture. Pienemmistä ohjelmistokehitystaloista kilpailijoina voidaan mainita Reaktor, Idean (Capgemini), Gofore, Futurice ja Solita. Selkeitä yksittäisiä pääkilpailijoita on kuitenkin vaikea osoittaa kentän pirstaleisuuden vuoksi. Siili asemoituu näiden toimijoiden väliin toimintamallilla, joka pyrkii yhdistämään pienen toimijan ketteryyden, luovan osaamisen, vahvan teknologiaosaamisen sekä riittävän toimituskyvykkyyden ja palvelutarjoaman vastata suurten asiakasorganisaatioiden tarpeisiin. Yhtiö pyrkii kasvamaan asiakasorganisaatioissaan kriittisen kumppanin rooliin usein ottamalla osuutta IT- ja digitalisaatio-investoinneista asiakkaan

vakiintuneelta IT-toimittajilta.

Perinteisten toimijoiden erottautumistekijät

IT-generalistien vahvuutena kilpailussa on mittavat resurssit ja laaja tarjooma, joita tukee usein offshore-tuotanto ja sen kustannus-tehokkuus. Lisäksi niillä on usein pieniä toimijoita syvempää asiakas- ja toimialaymmärrystä. Nämä taustajärjestelmissä vahvat toimijat ovat usein keskeisimmissä asiakkuuksissaan vahvasti etabloituneita ja järjestelmät ovat asiakkaille liiketoimintakriittisiä, mikä tuo niille kilpailuetua. Lisäksi järjestelmätoimitukset ovat usein haastavia ja korkean riskin hankkeita, mikä lisää alalle tulon kynnystä.

IT-generalistit ovat tyypillisesti kehittäneet asiakkaidensa IT-järjestelmiä yli vuosikymmenen ajan ja asiakkaiden IT-budjeteista merkittävä osa kuluu näiden olemassa olevien vanhojen järjestelmien ylläpitoon ja kehitykseen. Tämä yhdessä näiden toimijoiden oivaltavien sopimusrakenteiden kanssa turvaa suurten IT-palvelutalojen asemaa kilpailussa. Laajasta kritiikistä huolimatta suurten IT-generalistien asema markkinassa on ollut hyvin sementoitu ja samalla myös ne ovat osoittaneet kykyä uudistua IT-markkinan trendien mukana.

Pienten toimijoiden erottautumistekijät

Pienet toimijat usein murtautuvat suuriin asiakkuuksiin muun ostajan kuin tietohallinnon kautta, jolloin ne eivät välttämättä kohtaa kilpailussa asiakkaan vakiintunutta järjestelmätoimittajaa. Nämä toimijat erottuvat tyypillisesti kilpailussa ketteryydellä, paremmalla palvelulla tai osaamisella erikoistumisalueessa.

Lisäksi niiden muutos- ja reagointikyky IT-markkinan muutoksiin on usein parempi. Pieni koko voi olla etu, kun asiakas tarvitsee hankkeeseen luovuutta, nopeutta ja ketteryyttä.

Osaamisalueiden kilpailijat

Siili kykenee haastamaan sekä perinteiset tietojärjestelmäintegraattorit että pienet luovat toimistot. Yhtiö kilpailee lähes kaikilla alueillaan suuria IT-generalisteja vastaan. Palvelualueittain kilpailua on seuraavasti:

- Digipalveluiden ohjelmistokehityksessä (Digital Experience) ja luovassa suunnittelussa lähimpiä kilpailijoita ovat esimerkiksi Vinct, Reaktor, Gofore, Futurice ja Solita. Suurissa järjestelmähankkeissa vastassa ovat myös laajan tarjoaman omaavat IT-palvelutalot (kuten Digia ja TietoEVRY).
- Ohjelmistootomaatioissa kilpailijoita ovat vakiintuneet IT-generalistit sekä erikoistuneet toimijat (kuten Digital Workforce).
- Siili One kilpailee IT-osaajien hubittajia kuten Ework Groupia ja Mavericksia vastaan. Ratkaisevaa tällä alueella on kyky houkutella osaajia ja yhdistää ne asiakastarpeisiin.
- Autoteollisuudessa kilpailukenttä on pirstaleinen ja vastassa ovat globaalit IT-konsultit ja lukuisat sektoriin erikoistuneet toimijat.
- Cloud Managed Services -alueella Siili haastaa etenkin suuria IT-generalisteja (kuten Tieto) ja markkinaan tähtäävät myös erikoistuneet toimijat (kuten Nordcloud) sekä monet IT-palvelutalot (kuten Gofore).

Kilpailu 2/2

Vertailuryhmän kasvu ja kannattavuus

Tarkastelemme sivun 19 kuviossa listattujen sekä listaamattomien suomalaisten ja muiden Pohjoismaisten IT-palveluyhtiöiden kasvua ja kannattavuutta. Vertailuun on tuotu mukaan Bilot ja poistettu Enea.

Vertailuryhmän kasvu vuositason 2015-2019 on ollut keskimäärin 18 % (2014-2018: 18 %), mitä selittää markkinan kasvu, monien pienten toimijoiden nopea orgaaninen kasvu sekä useiden toimijoiden yrityskaupat.

Voimakkaimmin kasvaneet yhtiöt ovat laajentuneet niin yritysostoin kuin myös orgaanisesti vahvasti. Vahvoja orgaanisia kasvajia ovat olleet Vincit, Siili, Solita, Futurice, Gofore ja Reaktor sekä viime vuosina myös Digia. Siili on myös vauhdittanut kasvua useilla yritysostoilla. Hitaimmin ovat kasvaneet suuremmat toimijat, jotka ovat kärsineet markkinan murroksesta (kuten TietoEVERY, CGI, Know-IT).

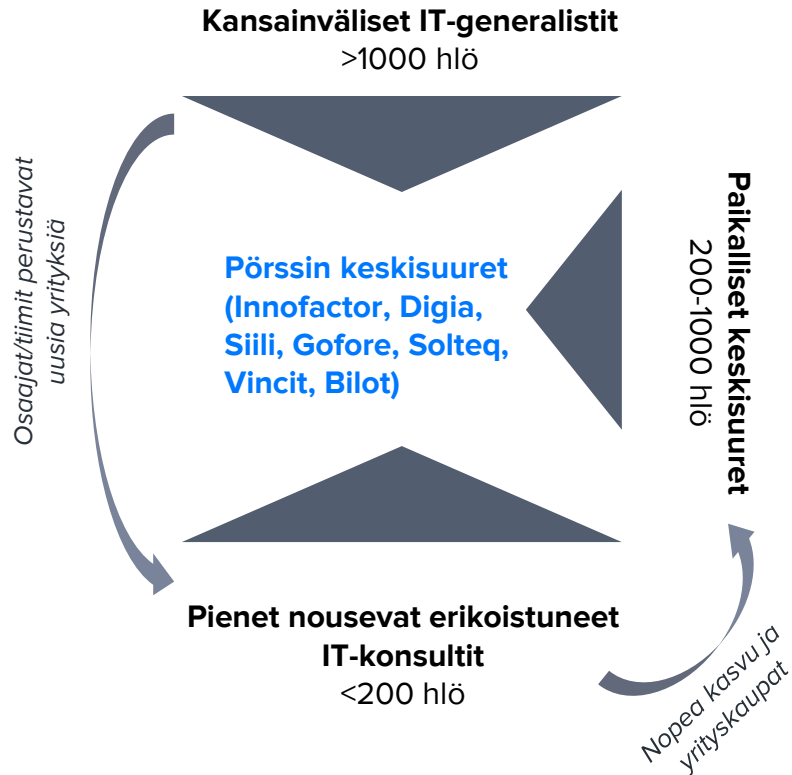
Kasvua tarkasteltaessa on havaittavissa, että Suomen IT-markkinalla pienet erikoistuneet toimijat ovat yltäneet selvästi nopeimpaan kasvuun. Tämä heijastaa perinteisen järjestelmäkehityksen kysynnän hiipumista ja IT-kysynnän painottumista uusille alueille, joihin pienemmät ja ketterämmät toimijat ovat pystyneet tehokkaammin vastaamaan. Viimeisen parin vuoden aikana monet aikaisemmin pienet ja ketterät toimijat ovat kuitenkin kasvaneet suhteellisesti jo isompaan kokoluokkaan ja kasvuvauhdin ylläpitäminen käy yhä haastavammaksi, mikä näkyi vuonna 2019

kasvuvauhdin hidastumisena.

Kannattavuuden osalta vertailujoukon keskiarvo on 10 % käyttökatteella (EBITDA-%) mitattuna vuositason 2015-2019 (2014-2018 11,5 %). Siilin kannattavuus on ollut hieman alle sektorin tasojen. Yhtiöt ovat keskimäärin kannattavuudeltaan terveellä tasolla. IFRS-16 muutos nosti IFRS-kirjanpidossa olleiden yhtiöiden EBITDA-%:ia noin 1-3 %-yksikköä vuodelta 2019 (efekti laimeampi keskiarvoja katsottaessa), mikä heikentää vertailukelpoisuutta vuotta 2019 edeltävään jaksoon ja erityisesti FAS-kirjanpidossa oleviin yhtiöihin. IT-palveluiden toimialalla olemme pitäneet yli 10:n % EBITDA-tasoa hyvänä kannattavuustasona (ilman IFRS-16 vaikutusta). 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.

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

Siilin kilpailupaine



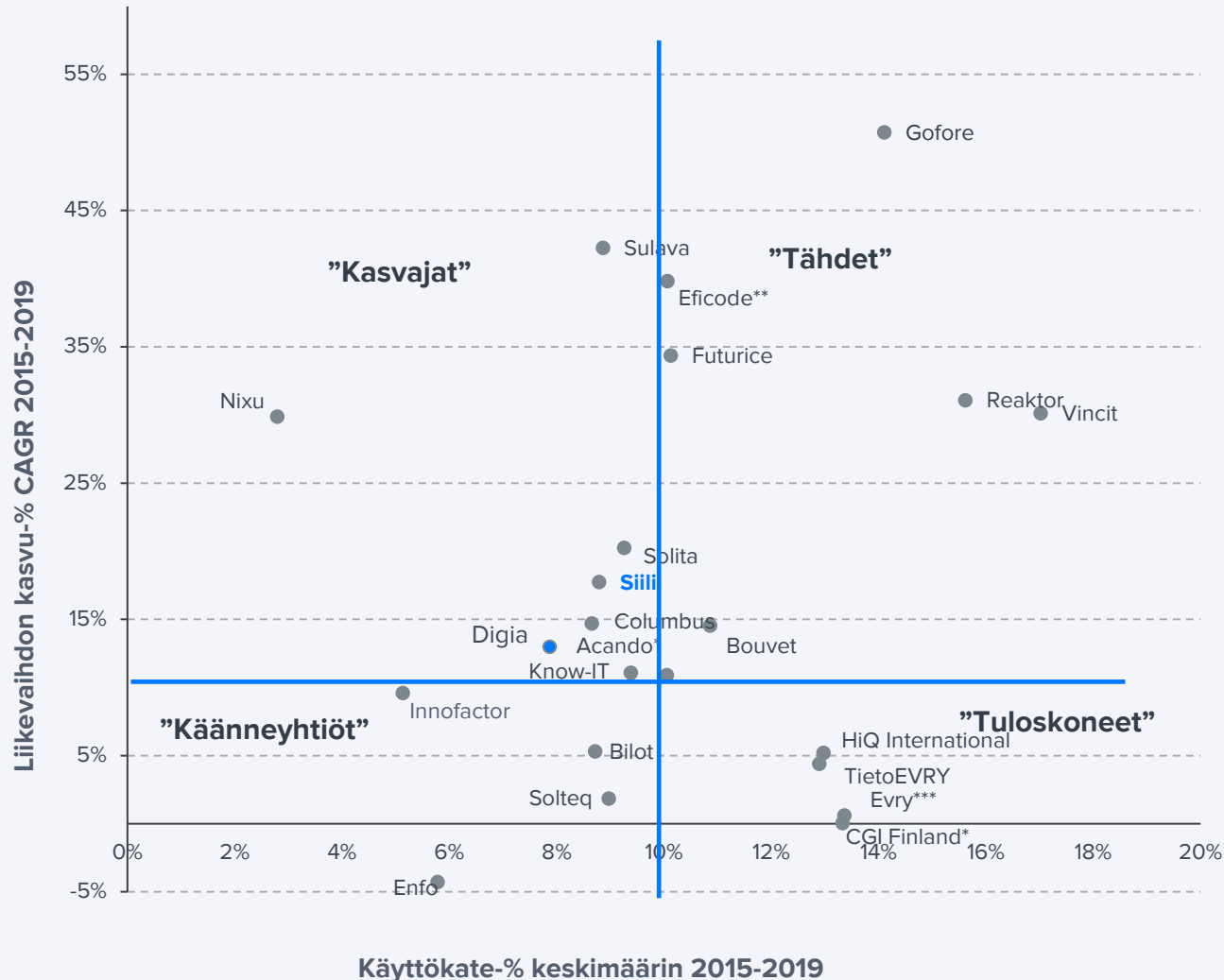
Siilin vahvuudet

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

Siilin heikkoudet

- Kapeampi tarjooma vs. generalistit, joilla mittavat offshore-resurssit, laaja tarjooma ja kyvykkyys toimittaa korkean riskin suuria hankkeita
- Useita pieniä ketteriä toimijoita haastajina, monilla palvelualueilla matala alalle tulon kynnys
- Ei vielä merkittävää ylläpitoliiketoimintaa tai jatkuvuutta, mutta yhtiö jatkaa tämän rakentamista
- Osaajamarkkina rasittaa kasvua

Kilpailukentän kehitys



Tähdet ovat markkinan edelläkävijöitä, jotka päässeet vahvaan kasvuun ja kannattavuuteen. Nämä toimijat ovat pääosin pieniä ja ketteriä toimijoita, jotka ovat asemoituneet ja panostaneet IT-markkinan kasvaville alueille 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 kasvuaan yritysostoin.

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

Käänneyhtiöt ovat pääasiassa "perinteisen IT:n" yhtiöitä, jotka ovat murrosvaiheessa tai eivät ole onnistuneet täysin sopeutumaan IT-markkinan murrokseen.

Lähde: Inderes, yhtiöt ja Asiakastieto

*2014-2018, **2015-2019e ja *** EVRY itsenäisenä

Luvut sisältävät IFRS-16 muutoksen vuoden 2019 osalta

Strategia 1/3

Keihäänkärkenä digitaalinen kokemus

Siili on vuosien 2018-2020 aikana rakentanut perustan yhtiön seuraavalle kasvuvaiheelle. Uudessa vuoden 2019 lopulla julkaistussa toimintamallissa yhtiö jakautui ydinliiketoimintaan ("Core") sekä itsenäisiin liiketoimintoihin ("Portfolio").

Siili tarkensi marraskuussa 2020 strategiaansa ja yhtiö keskittyy jatkossa vahvemmin digitaalisten kokemusten (Digital Experience) kehittämiseen sekä vauhdittaa kansainvälistymistään. Yhtiö jakautuu edelleen Core-yksikköön sekä erikoistuneisiin Portfolio-yhtiöihin. Kansainvälinen kasvu on historiassa painottunut Siili Autoon, mutta jatkossa sitä haetaan myös kansainvälisten Core-yksiköiden osalta. Näkemyksemme mukaan strategia asemoi Siilin edelleen IT-markkinan kasvualueille aiempaa selkeämmällä asiakasviestillä ja fokuksella. Tämä on tärkeää, sillä digitaalisten palveluiden suunnittelussa ja kehityksessä myös kilpailun kiristymisestä on nähtävissä merkkejä viime vuosien kovan kasvubuumin jälkeen.

Siilin strategian painopistealueet ovat seuraavat:

1. Coressa kasvun painopiste on digitaalisen kokemuksen palveluissa
2. Portfolio liiketoiminnoissa kilpailuetua haetaan erikoistuneiden yksiköiden kautta
3. Kansainvälistymisen kiihdyttäminen

Core tarjoaa koko elinkaaren kattavaa digitaalista palvelukehitystä. Asiakasyrityksissä pyritään

nousemaan entistä vahvemmin strategisen tason kumppaniksi, joka pystyy hallitsemaan laajoja komplekseja kokonaisuuksia. Tavoitteet noudattelevat IT-markkinan trendejä ja Siilin aiempaa strategiaa, mutta selkeämmällä fokuksella.

Portfolion osalta Siili pyrkii jatkossakin kasvattamaan itse uusia liiketoimintoja sekä ostamaan erikoistuneita Portfolio-yhtiöitä. Liiketoiminnoilla on selkeä terävä fokus, tuotteistetut tarjoomat ja kansainvälistä kasvupotentiaalia. Tähän mennessä portfolion onnistumisia ovat olleet Vala Group sekä Robocorp, joka eteni onnistuneeseen exitiin. Robocorp jatkaa edelleen Siilin tärkeänä yhteistyökumppanina. Siili Auto kärsii tällä hetkellä vaikeasta markkinatilanteesta, mutta markkinan pitkän aikavälin potentiaali on kiinnostava. Lisäksi RPA:han (robotic process automation) ja automaatioon keskittyvää Skaleria siirretään parhaillaan Coresta Portfolioon. Portfolio-yhtiöt toimivat myös yhteistyössä Core-yksiköiden kanssa.

Kolmantena painopistealueena olevan kansainvälistymisen osalta yhtiö vaikuttaa selvästi aiempaa kasvuhakuisemmalta niin yritysostojen kuin orgaanisen kasvun suhteen. Yhtiö on perustanut Puolaan uuden Core-yksikön, joka heijastaa Suomen Core-yksikön strategiaa ja toimintamallia. Tavoitteena on myös ostaa digitaalisia palvelukehitysyrityksiä Euroopasta. Siili kertoi joulukuussa Superchare-yritysostosta, josta tulee yhtiölle uusi Core-yksikkö Unkariin.

Kansainvälistyminen on ollut sektorin yhtiöillä yleisesti haastavaa. Tämä johtuu muun muassa siitä, että uuden markkinan avaaminen vaatii usein merkittäviä investointeja, eikä yhtiöillä ole uusilla markkinoilla osaa- ja asiakashankintaan vastaavaa tunnettuutta kuin kotimarkkinalla. Siten yritysostot ovat luontainen reitti laajentumiseen. Investointien korkeita riskejä vastaan tulee luonnollisesti onnistumisen tuottopotentiaali.

Kahden eri toimintamallin yhdistäminen erottuva strategia, mutta sisältää omat haasteensa

Siilin ydinliiketoiminta Core toimittaa räätälöityjen digitaalisten ratkaisujen koko elinkaaren palvelut suurille asiakkaille pääosin Suomessa, mikä on isossa kuvassa samankaltainen strategia yhtiön lähimpien kotimaisten verrokkien kanssa. Portfolio-malli on vastaavasti valtavirrasta hieman poikkeava. Portfolioon yhtiö rakentaa enemmän erikoistuneita liiketoimintoja, joiden kasvua Siili pyrkii tukemaan ja kiihdyttämään. Portfolioliiketoimintoja kehitetään itsenäisinä ja niistä voidaan irtautua, mutta niillä ei ole ennalta määriteltäviä exit-tavoitteita. Portfoliomallissa on monia käytännön hyötyjä esimerkiksi joustavuuden, ketteryyden, yritysostojen, osajien urapolkujen ja myynnin synergioiden näkökulmasta. Pitkällä aikavälillä kahden erilaista johtamista vaativan toimintamallin yhdistämisessä olennaisena haasteena mielestämme on ohjattavuus sekä strategisen fokuksen säilyttäminen. Tähän mennessä VALA Groupin ja Siili Auton kehitys on toki ollut rohkaisevaa, mikä on todistanut itsenäisiin liiketoimintoihin perustuvan mallin toimivuutta.

Strategia 2/3

Taloudelliset tavoitteet

Siilin tavoitteena on saavuttaa yli 10 %:n orgaaninen kasvu ja 10 %:n EBITA-marginaali vuosina 2021-2022. Ulkomaantoiminnoissa yhtiö tavoittelee kaksinkertaista kasvuvauhtia kotimaan toimintoihin verrattuna. Osinkopolitiikkana yhtiöllä on jakaa 30-70 % tuloksesta osinkoina. Ennustemme vuosien 2021 ja 2022 kasvulle on 14 % ja 8 % ja vastaavat EBITA-marginaalit 9,4 % ja 10,1 %.

Kasvutavoite on näkemyksemme mukaan kunnianhimoinen ja odotamme yhtiöltä tällä hetkellä markkinaa nopeampaa orgaanista kasvua, mutta arvioimme yhtiön jäävän 10 %:n tavoitteesta vuosina 2021-22 (ennuste 7 %). Kuluvan vuoden osalta kannattavuus (2020e EBITA-% 7 %) on edelleen vaatimaton, mutta trendi on oikea. Näkemyksemme mukaan Siilillä pitäisi olla potentiaalia selvästi nykyistä korkeampaan ja kaksinumeroiseen kannattavuustasoon. Toistaiseksi emme näe tämän potentiaalin realisoituvan vielä lähivuosina ja ennustemme ovat suhteellisen varovaisia.

Näemme yhtiöllä hyvät edellytykset tuntuvaan tulokasvuun lähivuosina, kun kannattavuus normalisoituu ja vahva orgaaninen kasvu IT-palvelumarkkinan suotuisan kysyntätilanteen myötä jatkuu. Siili pystyy arviolta edelleen kasvamaan laskutusasteiden kautta ilman, että yhtiön tarvitsee rekrytoida samassa suhteessa uusia työntekijöitä. Kannattavuuspotentiaalia Siili näkee hinnoittelussa ja laskutusasteissa. Kannattavuuspotentiaalia tarkastellessa arvioimme yhtiöllä olevan nopein ja suurin potentiaali laskutusasteiden kautta. Hinnoittelun

nostaminen on osin markkinaehtoista ja osin yhtiön profiiliin muuttamista, jotka molemmat tulevat hitaammin läpi.

Kansainvälistyminen

Siilin vielä pääasiassa autoteollisuuden asiakkaita sisällään pitävä kansainvälinen liiketoiminta vastasi 14 % yhtiön liikevaihdosta vuonna 2019 ja toimii hyvin autonomisena yksikkönä. Korona iski yksikköön, mutta koronan yli katsottuna liiketoiminta kasvaa nopeasti ja tulorahoitteisesti, mutta se on kannattavuudeltaan kotimaata heikompi. Autoteollisuuden digitalisoituminen on merkittävä kasvumahdollisuus, johon Siili pyrkii iskemään yhdistämällä luovuuden ja teknologiaosaamisen.

Autoteollisuuden perinteisesti sulkeutuneen arvoketjun haasteita Siilin kaltaiselle uudelle toimijalle ovat vaativat, vahvan neuvotteluvoiman ostajat ja niiden haastavat, korkean riskin tuotekehityshankkeet. Vahvaa kysyntää ja kasvua sektorilla on varmasti, mutta kohdemarkkina on hyvin vaativa.

Nyt yhtiö vauhdittaa kansainvälisten toimintojen kasvua avaamalla Puolaan uuden Core - liiketoiminnan. Lisäksi Supercharge-yritystoston myötä Unkariin avautuu Core-yksikkö, minkä myötä kansainvälinen liiketoiminta kaksinkertaistuu arviomme mukaan vajaan 20 MEUR:n liikevaihtoon ensi vuonna.

Kansainvälisen liiketoiminnan kasvutavoite on kasvaa kaksi kertaa kotimaata nopeammin. Tämä tarkoittanee käytännössä yli 20 %:n kasvua. Arviomme mukaan autoliiketoiminta on Siilin osa, joka on yhtiöstä helposti irrotettavissa ja exit on

pitkällä aikavälillä yhtiölle relevantti mahdollisuus. Unkarin (Supercharge) ja Puolan core-yksiköt ovat vahvemmin yhtiön ydinliiketoimintaa ja näissä näemme selkeitä synergioita kotimaan liiketoimintaan Siilin laajentuessa verkostomaisella toimintamallilla Keski-Euroopan asiakkuuksiin.

Yrityskaupat

Siilillä on vahva kokemus yrityskauppavetoisesta kasvusta ja yhtiön nykyrakenne on pääsoin muodostunut 11 historian aikana tehdystä yrityskaupasta. Yrityskaupoilla on pääasiassa hankittu täydentäviä uusia osaamisalueita, joiden kautta ovat muotoutuneet yhtiön nykyiset palvelualueet. Yrityskaupat ovat olleet pääasiassa melko pieniä ja ne on integroitu historiassa tiiviisti. Yhtiön viimeisimmät yritysjärjestelyt ovat rakenteeltaan erilaisia ja näissä yhtiö on ostanut vain enemmistöosuuden ostokohteista. Nyt yhtiö tavoittelee kansainväliesti hyvin johdettuja yhtiöitä, samankaltaisella strategialla kuin Siilillä Suomessa ja uudelta maantieteelliseltä alueelta.

Strategian viestien perusteella Siili on selkeästi aktiivinen yritysostoissa. Supercharge-yritystoston läpivientiin ja sulatteluun menee arviolta vielä alkuvuosi 2021. Tämän jälkeen arvioimme uusien ostojen voivan kohdistua kotimaahan tai ulkomaille niin Coren kuin Portfolion osalta. Yhtiöllä on Supercharge-yritystoston jälkeen edelleen vahva tase (2021e nettokassa 3 MEUR), joka antaa edelleen edellytyksiä yritysostoihin. Siilin viimeisin jo toteutettu rakenteeltaan hieman poikkeuksellinen yritysosto Vala Group on ollut tähän mennessä osoitus Portfolio-mallin toimivuudesta yritysostokohteiden kehittämisessä.

Strategia 3/3

Esimerkiksi osana Siiliä VALA on päässyt kiinni suurempiin asiakkuuksiin, joihin se olisi aiemmin päässyt vain alihankintaketjun kautta. VALA on jatkanut erinomaista kehitystään Siilin omistuksessa.

Portfolionäkökulmasta yhtiö rakentaa toimintoja myös itsenäisenä ja luonnollinen polku jossain vaiheessa voi olla myös irtautuminen. Siili teki todella hyvän yli 30-kertaisen tuoton irtautumisessa, kun yhtiö möi RoboCorp Technologies, Inc. -yrityksen vähemmistöomistuksensa.

Tuoreimman yritysoston Superchargin vuoden 2019 liikevaihto oli 7,5 MEUR ja käyttökate 1,8 MEUR euroa tai yli 20 % liikevaihdosta. Vuosina 2016-2019 Superchargin liikevaihdon keskimääräinen vuosittainen kasvu on ollut 51 %. Yhtiön palveluksessa on tällä hetkellä noin 115 henkilöä Budapestissä, Lontoossa ja Amsterdamissa. Supercharge toimii verkostomaisesti siten, että kärkikonsultit työskentelevät lähellä asiakasta Lontoon ja Amsterdamin toimipisteistä ja suuri osa teknisestä toteutuksesta tehdään Unkarissa. Puolan ja Unkarin yksiköiden myötä Siilin verkosto vaativien kansainvälisten asiakkuuksien palvelemiseen vahvistuu yhtiön strategian mukaisesti.

Siili on historiassa noudattanut hyvää kurinalaisuutta yritysostojen hinnoittelussa. Kohteiden ostohinnat EBITDA-kertoimella tarkasteltuna ovat olleet suhteellisen maltillisia ollen 3x-8x tasolla.

Viimeisimmät yrityskaupat

Comvise Oy	2012	2013
Liikevaihto, MEUR	1,7	1,8
EBITDA, MEUR	0,4	0,6
EBITDA-%	24 %	33 %
EV/Liikevaihto	1,2	1,1
EV/EBITDA	4,9	3,3
Codebakers Oy	2013	2014
Liikevaihto, MEUR	3,3	3,3
EBITDA, MEUR	0,0	0,3
EBITDA-%	-1 %	9 %
EV/Liikevaihto	0,5	0,5
EV/EBITDA	neg.	5,6
Avaus Consulting Oy	2013	2014
Liikevaihto, MEUR	7,4	8,9
EBITDA, MEUR	1,4	1,8
EBITDA-%	19 %	20 %
EV/Liikevaihto	1,2	1,0
EV/EBITDA	6,3	4,8
Strombit		2016
Liikevaihto, MEUR		0,5
EBITDA, MEUR		0,1
EBITDA-%		12 %
Omenia Oy	2016	2017e
Liikevaihto, MEUR	1,9	3,0
EBITDA, MEUR	0,3	0,5
EBITDA-%	16 %	17 %
EV/Liikevaihto enint.	1,6	1,0
EV/EBITDA enint.	10,0	6,0
Vala Group	2017	2018
Liikevaihto, MEUR	5,8	7,2
EBIT	1,4	1,5
EBIT-%	24 %	21 %
EV/Liikevaihto enint.	1,7	
EV/EBIT enint.	7,3	
Supercharge	2019	2020e
Liikevaihto, MEUR	7,5	9,4
EBITDA, MEUR	1,8	2,1
EBITDA-%	24 %	22 %
EV/Liikevaihto enint.	2,2	1,8
EV/EBITDA enint.	9,3	8,1

Siilin strategia ja tavoitteet

Ohjeistus vuodelle 2020	2019 Liikevaihto 81 MEUR EBITA 3,3 MEUR	2020 ohjeistus Liikevaihto ja EBITA kasvavat vuodesta 2019	
Tavoite vuosina 2021-2022	• Orgaaninen kasvu yli 10%, minkä lisäksi strategisia, osaamista laajentavia yritysostoja • EBITA-% 10 % • Ulkomaan liiketoiminnan kasvu 2x kotimaan liiketoiminnan kasvu		
Pääomarakenne	• Nettovelka / käyttökate <2 • Tavoitteesta voidaan poiketa tilapäisesti painavista syistä johtuen		
Osinkopolitiikka	• 30-70 % nettotuloksesta		
Toiminnalliset tavoitteet	2019 Uusien rakenteiden ja järjestelmien vienti käytäntöön päivittäiseen liiketoimintaan	2020 Sopeutuminen poikkeukselliseen markkinaolosuhteisiin ja uusien itsenäisten liiketoiminta-alueiden syntyminen	2021 → Uusien itsenäisten liiketoiminta-alueiden syntyminen, kasvu suurempaan kokoluokkaan (midcap)

Strategian asemoituminen

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

Historiallinen kehitys

Vahvaa kasvua vuodet 2010-2019

Siilin liikevaihto kasvoi erittäin vahvasti 8 MEUR:sta 81 MEUR:oon vuosina 2010-2019. Keskimääräinen vuotuinen kasvu oli näin 29 %. Yhtiön orgaaninen kasvu on ollut vuosittain keskimäärin arviolta noin 24 %:n. Kasvua on tukenut 6 yritysostoa arviolta noin 25 MEUR:illa. Kannattavuus (EBITDA-%) on samaan aikaan ollut vakaana 9-12 % tasolla vuoteen 2017 asti. Taso on ollut sektoriin nähden tyydyttävä, mutta viime vuosina heikompi. Kannattavuuden haasteena on ollut se, että Siiliä itseään kannattavampien yritysostokohteiden ostaminen ei koskaan heijastunut Siilin omiin marginaaleihin. Tämä johtui arviomme mukaan ajoittain haastavista integraatioista, vaikka yrityskauppavetoinen kasvu on muutoin ollut vahvasti arvoa luovaa.

Vuonna 2018 Siili oli kasvanut ulos rakenteistaan ja joutui laittamaan perusteita uuteen kuntoon seuraavaan kasvuvaihetta varten, minkä takia vuosien 2018-2019 EBITA-kannattavuus 5 % ja 6 % jäi vaatimattomaksi. Vuonna 2018 ostetun VALA Groupin vahvasta 2019 tuloksesta (EBIT 2,1 MEUR) oikaistuna Siilin muiden toimintojen EBITA-% jää noin 4 %:n tasolle, kun monet sektorin verrokkit pääsevät 10-15 % tasolle.

Ydintoimintojen edelleen vuonna 2019 heikko kannattavuus herättää kysymyksen Siilin kannattavuushaasteiden syille. Arviomme mukaan kyseessä on monien tekijöiden summa. Keskeisenä syynä ovat laskutusasteet, joihin yhtiö kiinnittää nyt erityistä huomiota. Lisäksi yhtiön osaaajien painottuminen seniorimpiin resursseihin ja pääkaupunkiseudulle vaikuttaa

kulurakenteeseen, mutta ei heijastu vastaavasti asiakashintoihin. Arviomme mukaan yhtiön liiketoiminnan perusrakenteet on tehty nykyistä korkeampaan volyymiin, minkä takia volyymikasvu on yksi keskeisin ajuri kannattavuudelle. Katteet ja volyymit yhtiön alalla tehdään usein etenkin nuorempia resursseja hyödyntäen, kun taas Siili on painottunut kokeneisiin osaajiin.

Kannattavuusparannusten uralla

Vuosi 2020 on ollut Siilille olosuhteet huomioiden hyvä. Yhtiön liikevaihto on kasvanut tammi-syyskuussa reilut 4 % ja ennustamme liikevaihdon koko vuodelta kasvavan 4 % 84 MEUR:oon. Autoteollisuuden arvoketjun äkkijarrutus koronan johdosta iski selkeästi Siilin Auto -liiketoimintaan, millä oli oletettavasti selkeä vaikutus myös konsernitason kannattavuuteen. Käsitksemme mukaan kevään jarrutuksen jälkeen kysyntätilanne on nyt stabiloitunut ja kysyntä elpyy.

Kannattavuuden osalta odotamme vuoden 2020 EBITAn olevan 6,1 MEUR tai 7,2 % liikevaihdosta vuonna 2020 (2019: 6,4 %). Alemmilla tulosriveillä Siili kirjasi Robocorpin osakkeiden myynnistä noin 4,6 MEUR:n kertaluonteisen myyntivoiton H1'20:lla. Siili Solutions käsittelee osakkeiden myyntivoiton verovapaana tuloslaskelmassa, koska yhtiö katsoo, että sen omistamat Robocorp osakkeet olivat käyttöömaisuuteen kuuluvia osakkeita, joiden luovutus on yhtiön näkemyksen mukaan verovapaata tuloa. Lisäksi rahoituskulut sisälsivät VALA Group Oy:n osakkeiden lisäkauppahintavelan realisoitumattomasta käyvän arvon muutoksen johdosta kirjatun 1,8 MEUR:n rahoituskulun, koska VALA Groupin suoriutuminen

suhteessa hankintasopimukseen on ollut suotuisa. Olemme oikaisseet Robocorp myyntivoiton ja VALA Group kulun nettotuloksesta. Näin ennustamme oikaistun osakekohtainen tuloksen kasvavan 10 senttiä 63 senttiin vuonna 2020.

Tase vahvassa kunnossa

Siilin jo entuudestaan vahvaa tasetta ja kassa-asemaa vahvisti yhtiön alkuvuodesta saatu Robocorp-sijoituksen tuotto. Omavaraisuusaste oli näin H1'20 lopussa 40 % ja nettovelkaantumisaste -54 %. Yhtiöllä oli kassassa 19 MEUR ja korollisia velkoja 6 MEUR.

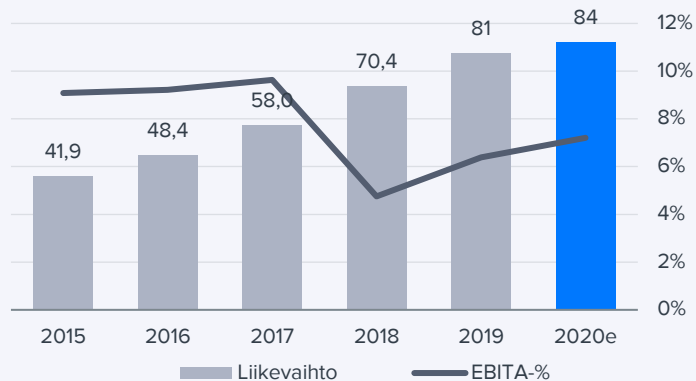
Siirtymä IFRS16:een sekoittaa hieman Siilin taseen ja tuloksen tunnuslukuja. Olemme esittäneet vuodesta 2018 eteenpäin yhtiön tuloksen ja taseen IFRS16:n arvioitujen vaikutusten mukaisesti. Siirtymällä on arviolta noin 1 %-yksikön kohottava vaikutus EBITDA-marginaaliin. Siten olemme seuranneet yhtiölle vertailukelpoisempia tunnuslukuja EBITA- ja oikaistua EBIT-marginaalia.

Siilillä on taseessaan noin 3,5 MEUR edestä yrityskauppoihin liittyviä aktivoituja asiakassuhteita, joista syntyy reilun 1 MEUR:n vuotuiset tulosta rasittavat poistot. Oikaisemme tämän poistoerän oikaistun tuloksen laskennassamme. Liikearvoa taseessa on 19 MEUR sen ollessa suurin omaisuusarvo 49 MEUR:n taseen loppusummasta. Liikearvon syntyminen kevyillä taseilla operoivien asiantuntijayritysten ostoissa on normaalia.

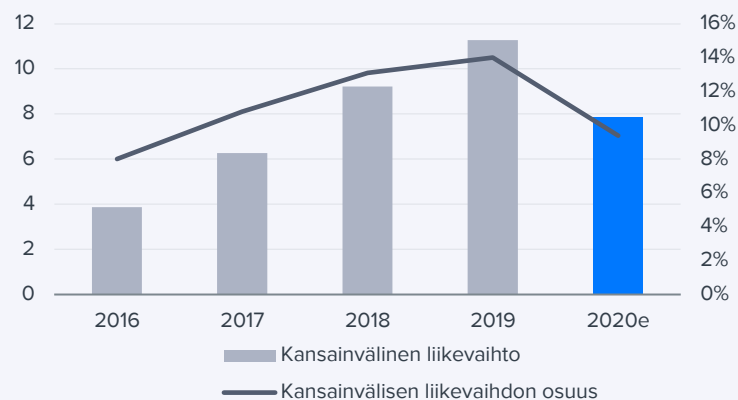
Vuoden 2021 tase-ennusteemme huomioi Supercharge-yritysoston arvioidut vaikutukset. Isossa kuvassa tase pysyy edelleen vahvana.

Historiallinen kehitys

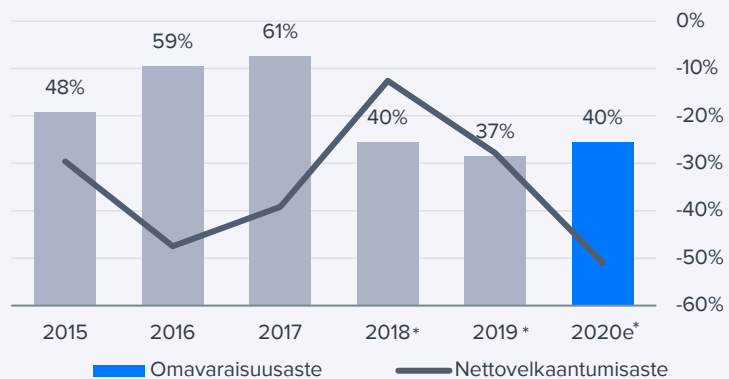
Liikevaihdon ja kannattavuuden kehitys



Kansainvälinen liiketoiminta



Taseen avainlukujen kehitys



EPS ja osinko



Lähde: Inderes

*IFRS16-oikaistu

Lähde: Inderes

Ennusteet 1/2

Liiketoimintamallin ennustettavuus

Siilin liiketoimintamalli on isossa kuvassa hyvin yksinkertaista asiantuntijamyyntiä. Hyvässä kysyntäympäristössä käytännössä edellisen 6 kuukauden nettorekrytointien määrä määrittää yhtiön kykyä kasvaa orgaanisesti seuraavan 6 kuukauden aikana, minkä lisäksi käyttöasteet ovat keskeinen muuttuja kasvulle ja etenkin kannattavuudelle. Liiketoimintamallin keskeisenä ajurina on saada oikea asiakaskysyntä ja oikeat asiantuntijat kohtaamaan.

Kannattavuudessa keskeisiä määrittäviä tekijöitä ovat palkkakustannukset, asiantuntijoiden päivähinnat tai projektien hinnoittelu, projektinhallinnan onnistuminen sekä käyttöasteet. Omien asiantuntijoiden lisäksi Siili käyttää jonkin verran alihankkijoita, joita myydään katteella asiakasprojekteihin.

Siili ei kanna olennaisia projektiriskejä liiketoiminnassaan, mutta käytännössä alalla ongelmaprojektit paikataan usein tekemällä laskuttamatonta työtä tai hintojen alennuksilla, jotta asiakassuhde saadaan turvattua. Erityisesti suurempiin asiakkaisiin ja hankkeisiin siirryttäessä projektiriskit korostuvat, minkä takia pienimmillä toimijoilla ei ole riskinottokykyä tai riittävää volyymiä lähteä suurimpiin hankkeisiin.

Kasvu kiihtyy vuonna 2021

Vuosi 2020 on lähes pulkassa ja emme odota suuria trendimuutoksia viimeisellä neljänneksellä. Ennustamme yhtiön liikevaihdon kasvavan 4 % 84 MEUR:oon ja oikaistun liikevoiton (EBITA) olevan 6,1 MEUR tai 7,2 % liikevaihdosta (2019 EBITA 5,1

MEUR). Ennustamme ovat linjassa Siilin ohjeistuksen kanssa, joka arvioi sekä liikevaihdon että oikaistun liikevoiton olevan suurempia kuin edellisvuonna (2019: liikevaihto 81 MEUR ja EBITA 5,1 MEUR).

Vuonna 2021 ennustamme liikevaihdon kasvavan 14 % 96 MEUR:oon Supercharge-yritysoston myötä. Ennustamme olettaa, että kauppa konsolidoidaan maaliskuun alusta. Orgaaninen kasvuennustamme ensi vuodelle on 7 %. Orgaanista kasvua ajaa arviomme mukaan laskutusasteiden nousu. Superchargen ennusteisiimme liittyy kuitenkin epävarmuutta, sillä meillä on tiedossa vain yhtiön 2019 luvut ja historiassa Supercharge on kasvanut hyvin voimakkaasti. Ennustamme Superchargen kasvavan 25 % 9,4 MEUR:oon vuonna 2020 ja 15 % 10,8 MEUR:oon vuonna 2021. Supercharge on konsolidoitu ennusteisiimme maaliskuusta 2021 alkaen.

Kannattavuuden osalta ennustamme EBITA-%:n nousevan 9,4 %:iin vuonna 2021 (2020e 7,2 %). Aiemmillä tulostilastoilla oikaisemme tuloksesta yrityskauppojen aineettomiin PPA-poistoihin (noin 2,0 MEUR vuodessa), joiden oikaisemista pidämme perusteltuna vertailukelpoisuuden takia sekä siksi, ettei niillä ole kassavirtavaikutusta.

Kannattavuusparannusta ajaa nousevat laskutusasteet ja paremman kannattavuuden Supercharge-yritysosto. Näemme yhtiöllä Core-liiketoiminnassa tuntuvaa kannattavuusparannuksen potentiaalia, minkä myötä ennustettamme voi pitää suhteellisen maltillisena.

Tuloslaskelma	2020e	H1'21e	H2'21e	2021e
Liikevaihto	84,0	49,2	46,9	96,1
Käyttökate	8,5	5,8	5,8	11,6
Poistot ja arvonalennukset	-3,8	-2,3	-2,3	-4,6
Liikevoitto ilman kertaeriä	6,1	4,5	4,5	9,0
Liikevoitto	4,6	3,5	3,5	7,0
Nettorahoituskulut	2,4	-0,2	-0,2	-0,3
Tulos ennen veroja	7,0	3,3	3,3	6,6
Verot	-1,0	-0,7	-0,7	-1,3
Nettotulos	6,0	2,7	2,7	5,3
EPS (oikaistu)	0,63	0,52	0,52	0,99
EPS (raportoitu)	0,86	0,38	0,38	0,76

Tunnusluvut	2020e	H1'21e	H2'21e	2021e
Liikevaihdon kasvu-%	4,3 %	11,8 %	17,1 %	14,3 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	17,6 %	39,8 %	58,0 %	48,3 %
Käyttökate-%	10,1 %	11,8 %	12,3 %	12,1 %
Oikaistu liikevoitto-%	7,2 %	9,1 %	9,6 %	9,4 %
Nettotulos-%	7,2 %	5,4 %	5,7 %	5,5 %

Lähde: Inderes

Ennusteet 2/2

Vuodet 2022-2023

Vuosina 2022-2023 ennustamme yhtiön kasvavan 7-8 % ja orgaanisesti noin 7 % vauhtia. Kasvuvauhti on alle yhtiön kunnianhimoisen yli 10 %:n orgaanisen kasvuvauhdin. Yli 10 %:n kasvu on nykymarkkinassa ja Siilin kokoluokassa jo erinomainen suoritus.

EBITA-kannattavuuden odotamme nousevan 10-11 %:iin vuosina 2022-23 nousevien laskutusasteiden ajamana. Lisäksi koronan myötä asiakkaiden suhtautuminen etätyöhön mahdollistaa paremmin maiden yli ”nearshore”-tyyppisen tekemisen, mikä lisää joustavuutta ja parantaa laskutusasteita. Emme myöskään odota koronan myötä laskeneiden tiettyjen kiinteiden kulujen palaavan täysin koronaa edeltävälle tasolle suhteessa liikevaihtoon, mikä tukee kannattavuutta. Lisäksi Siilin kannattavuuden ajureita on onnistuminen digitaalisen kokemuksen strategiassa, joka nostaisi yhtiötä arvoketjussa ja perustelisi korkeamman asiakashinnoittelun. Kulurakenteen osalta kasvu pääkaupunkiseudun ulkopuolisissa yksiköissä ja senioriteettijakauman leventäminen mahdollistaisi kustannustehokkaamman resurssoinnin.

Siilin kannattavuusennusteemme heijastelee sektorin keskimääräistä kannattavuustasoa. Yhtiö saa lisäksi vahvaa myötätuulta VALA Groupin ja Superchargen erinomaisista (noin 20 %) kannattavuuksista. Siilin on vielä todistettava yhtiön uuden rakenteen tehokkuus ennen kuin näemme perustelluksi ennustaa korkeampia kannattavuuksia. Nykyinen ennustettu kannattavuusparannus tarjoaa kuitenkin

toteutuessaan jo nyt vahvan tuloskasvun.

Ennusteessamme Siilin vuosien 2022-2023 tuloskasvu (CAGR-%) on noin 20%. Tuloksen kohdalla on huomioitava, että yhtiö konsolidoi kokonaisuudessaan VALA Groupin ja Supercharge omistuksen, eikä vähemmistöjä vähennetä tuloslaskelmassa kirjanpidosta. Siten yhtiön osakekohtainen tulos antaa todellisuutta positiivisemmän kuvan. Nämä vähemmistörakenteet vaikeuttavat myös yhtiön hinnoittelua, sillä tarkemmat omistusten ehdot eivät ole tiedossamme. Vähemmistöt on joka tapauksessa huomioitava osakkeen arvostuksessa alennuksena.

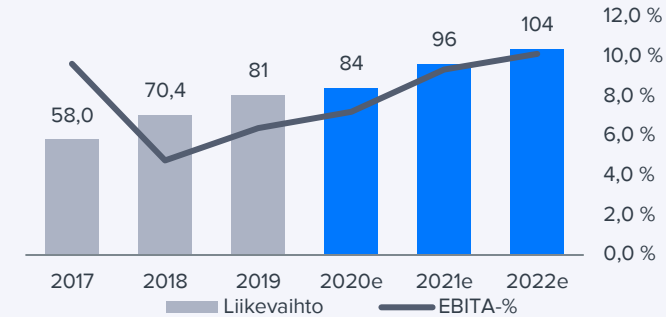
Pitkän aikavälin ennusteet

Pitkällä aikavälillä Siilin ennusteet riippuvat hyvin pitkälti miten yhtiön kansainvälistyminen lähtee liikkeelle ja kuinka paljon kaasua yhtiö painaa. Vuosina 2024-2028 ennustamme Siilin kasvavan 3-5 % vuosittain. Näin kasvu tasaantuu ennusteissamme markkinakasvun tasolle. Kasvua läpi sektorin rajoittaa etenkin osaajien saatavuus. Kasvun hidastuessa arvioimme EBITA-%:n laskevan hieman alle 10 %:iin.

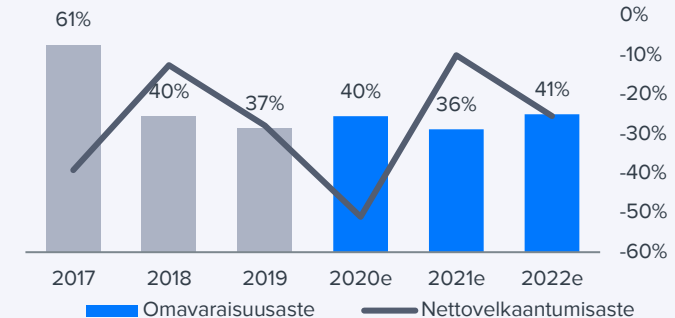
Tase on terve myös Supercharge-kaupan jälkeen

Vuoden 2021 lopun Supercharge kaupan huomioiva tase on edelleen hyvin terveellä pohjalla. Omavaraisuusaste ja nettovelkaantumisaste on ennusteissamme 36 % ja -10 %. Yhtiön nettokassa on ennusteissamme 3 MEUR vuoden 2021 lopulla. VALA Group ja Supercharge vähemmistöomistukset ovat myös konsolidoitu kokonaisuudessaan Siili taseeseen.

Liikevaihdon ja kannattavuuden kehitys



Taseen avainlukujen kehitys



EPS ja osinko



Lähde: Inderes

Sijoitusprofiili

Kasvuyhtiöltä odotetaan myös kannattavuusparannusta

Siili on ollut menestystarina 2010-luvulla ja yhtiöllä on vahva track-record arvonluonnista sekä kyvystä iskeä IT-markkinan kasvualueisiin yrityskaupoin. Yhtiön sijoitusprofiilia ei kuitenkaan voida liikaa nojata sen vahvaan historialliseen kehitykseen, koska Siili on johdon ja koko organisaation rakenteen osalta erilainen yhtiö kuin muutama vuosi sitten. Siilin ”seuraavalla versiolla” on vielä toistaiseksi rajallisesti näyttöjä kannattavasta kasvusta. Myös markkinaympäristö on kasvun jatkumisen kannalta käynyt vaativammaksi. Siili on tällä hetkellä tässä taitekohdassa luomassa nahkaansa uudelleen pari vuotta sitten käynnistettyjen muutosten jälkeen.

Muiden IT-konsulttien tavoin Siili tarjoaa sijoittajalle mahdollisuuden sijoittaa digitalisaatiotrendiin palveluyhtiön rajatummalla riskitasolla, mikä on yksi selkeimpiä sijoitusprofiilin vahvuuksia.

Siili asemoituu näkemyksemme mukaan IT-markkinan kasvualueille. Yhtiön rakentama koko IT-elinkaaren palveluportfolio asemoituu nähdäksemme hyvin markkinakysyntään. Yhtiö on uusinnut asiakasviestiä ja terävöittänyt Coren strategiaa digitaalisen kokemuksen (DX) alueelle. Onnistuessaan yhtiö siirtyy strategisen kumppanin asemaan asiakkaissaan, mikä tukee kasvu- ja kannattavuuskehitystä.

Markkinalla hyvät pitkän aikavälin kysyntäfundamentit. IT-palvelumarkkinan kysyntäfundamentit ovat pidemmän aikaa olleet vahvat digitalisaation ajamana. Koko markkina kasvaa 3-5 %:n vuosivauhtia ja useat Siilin

osaamisalueet huomattavasti tätä nopeammin. Koronan myötä pitkän aikavälin kysyntäfundamentit ovat vahvistuneet, kun korona on pakottanut useat nukkuneet toimialat digitalisoitumaan ja vahvistamaan IT-ydintään.

Autoteollisuus, uudet liiketoiminta-aihiot ja kansainvälistyminen kasvumahdollisuuksia. Siili Auto -liiketoiminta kasvoi arviolta keskimäärin lähes 50 % vuodessa vuosina 2017-2019, mikä kuvastaa vahvaa potentiaalia. Korona toi äkkijarrutuksen, mutta ei poistanut potentiaalia. Lisäksi uudet Portfolio -liiketoiminta-aihiot ja kansainvälistyminen ovat mielenkiintoisia kasvumahdollisuuksia. Ymmärryksemme mukaan suomalaista IT-osaamista arvostetaan maailmalla ja verkostomaisten toimintamallien yleistyminen mahdollistaa pääsyn kansainvälisiin asiakkuuksiin.

Siilillä on merkittävää tuloskasvupotentiaalia. Näkemyksemme mukaan yhtiöllä on Coren kannattavuuden parannuksen kautta huomattavaa potentiaalia tuloskasvuun. Ennusteamme odottaa asteittaista kannattavuusparannusta sektorin tasolle, mutta yhtiöllä pitäisi olla realistiset mahdollisuudet myös tätä parempaan kannattavuuteen. Yhtiön on kuitenkin ensin todistettava uuden rakenteen toimivuus ja vahvempi tuloskäännö.

Vahva tase tarjoaa strategista liikkumavaraa. Siili on operoinut lähes koko historiansa vahvalla taseella ja nettokassapositiona. Vahva kassavirta vahvistaa myös jatkuvasti tasetta. Kasvu ei muuten sido juurikaan tasetta ja näin yhtiöllä jää hyvin liikkumavaraa investointeihin ja yritysostoihin, joiden arvonluonnista yhtiöllä on hyvät näytöt.

Riskiprofiili

Siilin riskiprofiili heikkeni selvästi, kun yhtiön vakaa tuloskehitys katkesi vuonna 2018. Nyt yhtiö on saanut tilanteen stabiloitua ja pienen käänteen näkyviin. Siilillä on kuitenkin vielä uuden toimintamallin mukainen rakenne ja vahvempi tuloskäännö todistettavana.

Yleisellä tasolla Siilin liiketoimintamallin riskiprofiili on maltillinen johtuen palveluliiketoiminnan luonteesta ja siitä, ettei yhtiö kanna olennaisia projektiriskejä tai kehittä uusia liiketoimintoja kassavirtanegatiivisesti.

Yhtiön liiketoimintarakenteen, joka toimii usealla eri yhtiöllä, eri rakenteilla ja eri maissa lisää kompleksisuutta. Rakenteen kompleksisuuden lisääntyessä kasvaa myös riskit fokuksen katoamiselle sekä sille, että heikosti suorituvia liiketoimintoja katsotaan sormien läpi vahvojen liiketoimintojen kompensoidessa kokonaislukuja.

Selkeimmät riskit ovat lähinnä yrityskauppojen onnistuminen ja kansainvälisessä kasvussa onnistuminen. Yhtiö ei historiassa ole kovin hyvin saanut integroitua ostetun yhtiön kannattavuustasoa.

Korona luo edelleen epävarmuutta markkinaan, mutta näkemyksemme Siili ja koko IT-palvelusektori on navigoinut hyvin läpi koronan ja syksyn jälkeen tilanne näyttää paremmalta.

Sijoitusprofiili

1.

Siilin markkinoilla vahvat pitkän aikavälin kasvufundamentit

2.

Core asemoituu IT-markkinan kasvualueille terävöitetyllä strategialla

3.

Portfolio-liiketoiminnoissa kansainvälistä kasvupotentiaalia

4.

Siilillä selvää potentiaalia parantaa kannattavuutta nykytasosta

5.

Vahva tase ja kapasiteetti investointeihin

Potentiaali



- Siilillä yhä potentiaalia kasvaa selvästi markkinaa nopeammin Suomen IT-markkinassa
- Kannattavuuden nousu verrokkien tasolle tarkoittaisi tuntuvaa tuloskasvua
- Autoteollisuudessa Siilillä merkittävää kansainvälistä kasvupotentiaalia
- Siilin rooli IT-markkinan konsolidaatiossa voi tarjota omistajille tuottomahdollisuuksia

Riskit



- IT-markkinan osaajakilpailu vaikeuttaa kannattavaa kasvua
- Siilin Auton kysynnän rajut vaihtelut
- Kansainvälistymisen ja yrityskauppojen onnistuminen
- Yleisen taloustilanteen epävarmuus

Liiketoimintamallin riskiprofiili



Arvonmääritys

Arvostustaso ja vertailuryhmä

Siilin osakkeen arvostustaso on ennusteidemme valossa kohtalainen niin absoluuttisesti kuin suhteellisesti. Suhteellisen homogeenisesta vertailuryhmästä johtuen verrokkit antavat melko vahvaa tukea osakkeen hinnoittelulle ja ohjaavat myös markkinan käyttäytymistä. Verokkiryhmässä olemme käyttäneet Inderesin ennusteita seuraamissamme yhtiöissä, mikä huomioi liikearvopoistot ja parantaa vertailukelpoisuutta suomalaisten IT-palveluyhtiöiden välillä.

Ennusteissamme oikaisemme tuloksesta yrityskauppojen aineettomiin PPA-poistoihin (noin 2,0 MEUR vuodessa), joiden oikaisemista pidämme perusteltuna vertailukelpoisuuden takia sekä siksi, ettei niillä ole kassavirtavaikutusta.

VALA Group ja Supercharge -yrityskauppojen vähemmistöosuudet vaikeuttavat Siilin arvostuskertoimien vertailtavuutta. Tarkastelemme ensisijaisesti vuoden 2021 EV/EBIT-kerrointa, sillä tätä kautta Supercharge-yrityskauppa tulee huomioitua ja vähemmistöjen arvon huomioimme EV:n laskennassa. Ennusteillamme Siilin vuoden 2021 EV/EBIT on 11x, mitä pidämme edelleen maltillisena tasona. Näemme Siilillä myös potentiaalia parantaa vielä merkittävästi ensi vuodelle ennustamaamme kannattavuustasoa (EBITA 9,4 %), minkä myötä yhtiöllä on hyvät edellytykset kaksinumeroiseen tulokasvuun lähivuosina.

Liikevaihtopohjaisella EV/liikevaihto -mittarilla Siiliä hinnoitellaan 0,9x ja 1,0x kertoimilla tälle ja ensi vuodelle. Arvostus on selkeästi verrokkeja alempi,

mitä selittää Siilin heikompi kannattavuus. Liikevaihtopohjainen hinnoittelu viittaa osakkeen matalaan arvostukseen. Arviomme mukaan Siiliä hinnoiteltaisiin sektorin tasolla olevalla liikevaihtokertoimella yhtiön palatessa normaalille kannattavuusuralleen.

Arviomme Siilin jakavan lähivuosina noin kaksi kolmannesta tuloksestaan osinkoina. Tämä vastaa 4-6 %:n osinkotuottoja vuosina 2021-23e, mikä on sektoriin nähden hyvä taso.

Osakkeen tuotto-odotuksen komponentit

Tarkastelemme Siilin osakkeen tuotto-odotusta tulokasvun, osinkotuoton ja hyväksytyn arvostuskertoimen näkökulmasta.

Arviomme mukaan yhtiöllä on lähivuosina edellytykset noin 15-20 %:n vuotuisen tulokasvuun (vuoden 2021e tasoon nähden) kannattavuuden vetämänä. Osinkoennusteillamme osinkotuotto on 4-6 %:n tasolla. Vahva rahavirta antaa hyvät edellytykset suhteellisen korkeaan voitonjakoon, mutta arviomme yhtiön edelleen pyrkivän myös epäorgaaniseen kasvuun. Voitonjakosuhte on ennusteissamme noin 60 % tuloksesta. Pidämme yhtiön vuoden 2021 tulospohjaista arvostusta EV/EBIT 11x korkeintaan neutraalina, kohtalaista tulokasvua ennustavan ennusteemme valossa.

Näin ollen osakkeen tuotto-odotus muodostuu osinkotuotosta sekä tulokasvusta arviomme mukaan noin 20 %:n tasolle. Tuotto-odotus on hyvin kilpailukykyinen, mutta sen taustalla oleviin oletuksiin liittyy edelleen kohtalaisen korkea riski, mikä johtuu etenkin rajallisista näytöistä kannattavuuden

suhteen.

DCF-analyysi

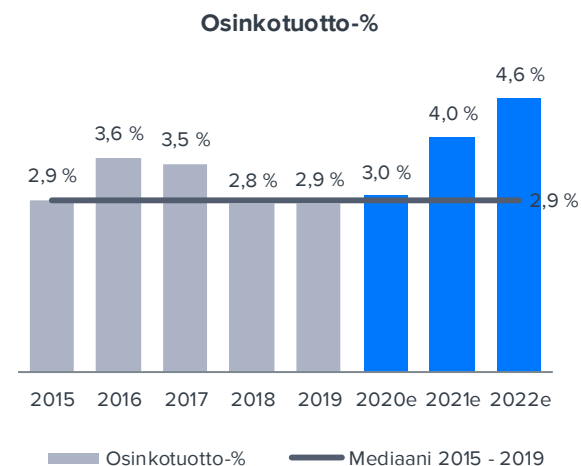
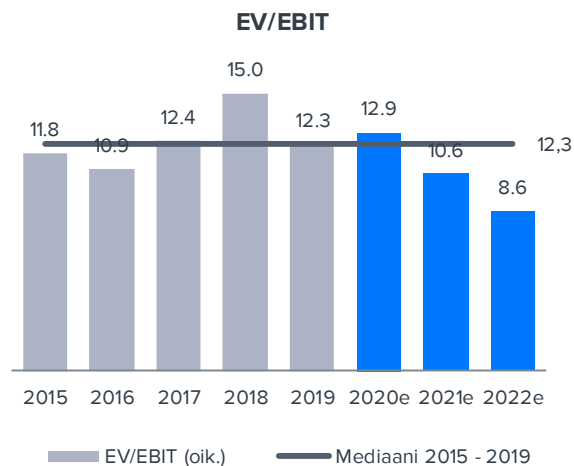
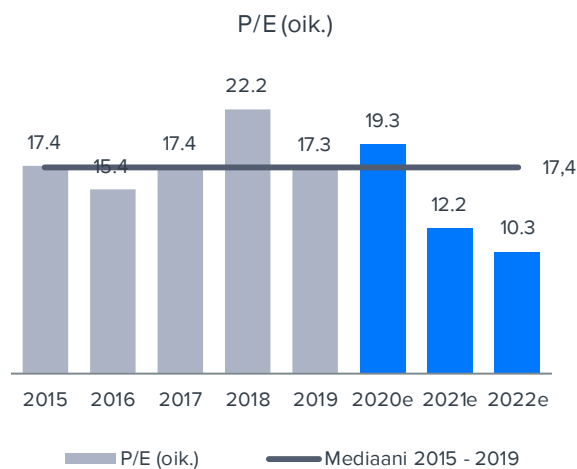
DCF-mallimme arvo Siilin osakkeelle on 13,8 euroa. Arvioimme mallissa yhtiön kasvavan lähivuodet orgaanisesti hieman IT-markkinaa nopeammin ~7 %:n vauhtia yhtiön asemoituessa markkinan sisällä kasvualueille. Pitkällä aikavälillä arvioimme kasvun tasaantuvan IT-markkinan vauhtiin 3-5 %:iin ikuisuusoletuksen ollessa 2 %. Arviomme yhtiön liikevoitto-%:n elpävän historialliselle noin 9 %:n tasolle lähivuosina ja laskevan ikuisuusoletuksessa hyvin varovaiseen 5 %:iin. Ennusteessa kannattavuus on sektorin keskitasoa tai hieman alle, sillä nykytilanteessa emme näe perusteita, miksi yhtiö yltäisi sektoria korkeampaan kannattavuuteen.

Pääoman kustannus (WACC) on 7,9 % ja oman pääoman kustannus 8,3 %. Ikuisuusoletuksen painoarvo arvonmäärityksen tuloksessa on maltillinen 45 %. Kassavirtamalli huomioi myös Vala Group ja Supercharge -vähemmistöosuudet. Kassavirtamallin analyysin varovaisten oletuksen perusteella Siilin osake hinnoitellaan tällä hetkellä alle yhtiön käyvän arvon. Markkinan hinnoittelukäyttäytyminen selittyy mielestämme yhtiön heikolla vuodella 2018 ja vielä rajallisilla näytöillä kannattavuuden elpymisestä.

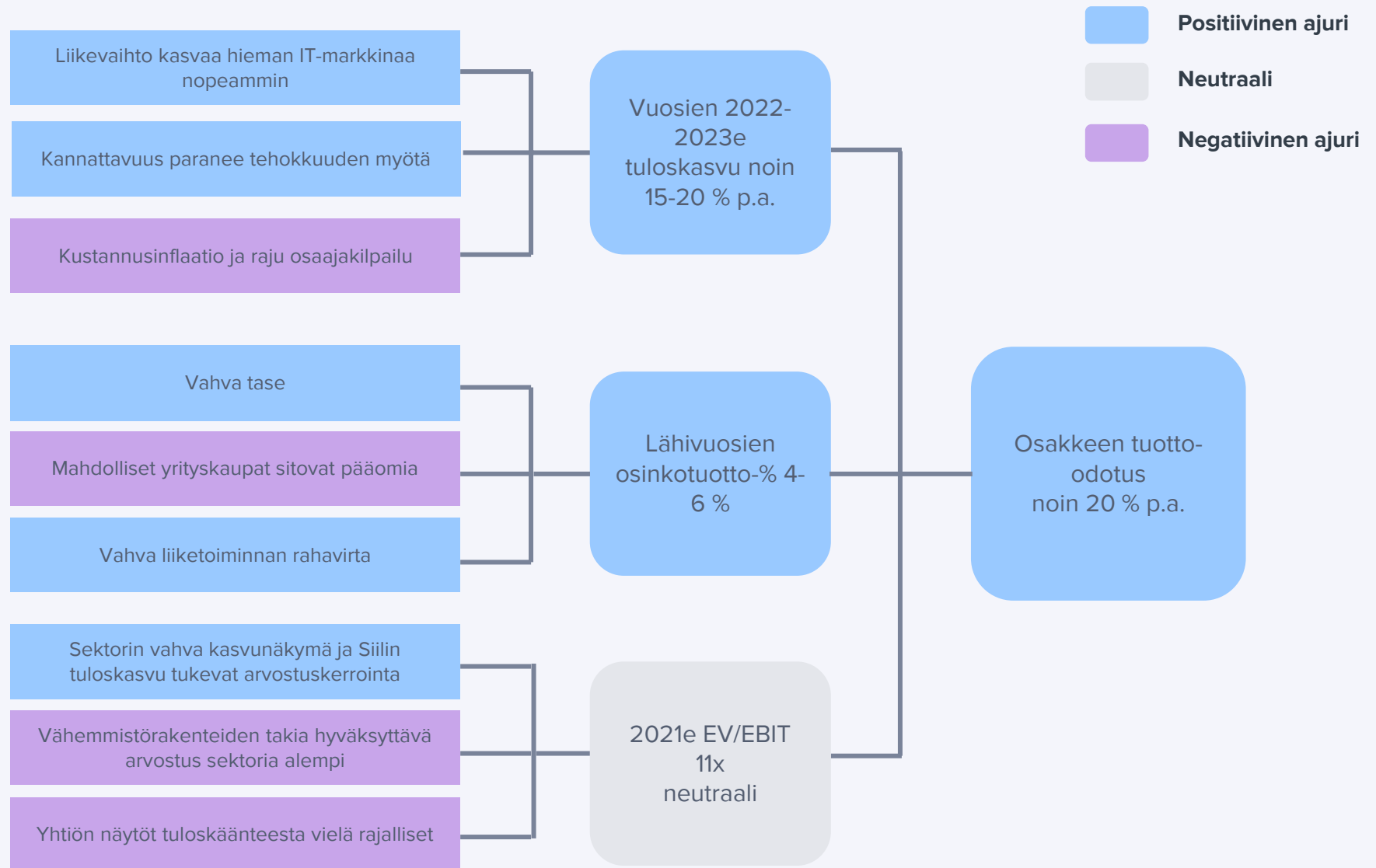
Arvostustaulukko

Arvostustaso	2015	2016	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e	2023e
Osakekurssi	8,00	8,26	11,1	8,10	9,12	12,1	12,1	12,1	12,1
Osakemäärä, milj. kpl	6,02	6,68	7,00	7,00	7,00	7,00	7,00	7,00	7,00
Markkina-arvo	48	57	77	57	64	85	85	85	85
Yritysarvo (EV)	45	49	69	54	63	78	95	90	84
P/E (oik.)	17,4	15,4	17,4	22,2	17,3	19,3	12,2	10,3	8,7
P/E	19,6	17,3	18,7	35,9	25,0	14,1	15,9	12,8	10,4
P/Kassavirta	19,0	31,5	81,6	neg.	12,2	7,5	>100	9,8	8,6
P/B	4,2	3,2	3,7	2,9	3,1	3,4	3,1	2,7	2,4
P/S	1,1	1,2	1,3	0,8	0,8	1,0	0,9	0,8	0,8
EV/Liikevaihto	1,1	1,0	1,2	0,8	0,8	0,9	1,0	0,9	0,8
EV/EBITDA (oik.)	11,1	10,2	11,7	13,2	8,9	9,2	8,2	7,0	5,8
EV/EBIT (oik.)	11,8	10,9	12,4	15,0	12,3	12,9	10,6	8,6	6,9
Osinko/tulos (%)	57,1%	65,2%	66,1%	102,0%	71,3%	41,8%	63,2%	59,0%	60,0%
Osinkotuotto-%	2,9%	3,6%	3,5%	2,8%	2,9%	3,0%	4,0%	4,6%	5,8%

Lähde: Inderes



Osaketuoton ajurit 2021e-2023e



Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Osakekurssi	Markkina-arvo MEUR	Yritysarvo MEUR	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%	
				2020e	2021e	2020e	2021e	2020e	2021e	2020e	2021e	2020e	2021e
Bilot*	7,00	35	25	30,7	11,0	24,4	9,9	1,4	1,0	38,8	19,1	1,1	1,9
Digia*	7,04	189	204	12,1	10,7	9,7	8,8	1,5	1,3	14,1	12,5	2,0	2,4
Gofore*	16,80	235	221	19,9	16,6	20,9	16,3	2,8	2,3	26,2	21,7	1,6	6,8
Innofactor*	1,27	47	56	11,7	9,5	7,5	6,5	0,8	0,8	12,2	11,1	2,4	3,1
Nixu*	9,18	68	74	63,7	52,2	36,3	24,2	1,4	1,2	554,9	74,5		4,7
Solteq*	2,72	53	77	14,4	11,9	7,6	6,4	1,3	1,2	21,4	14,7	1,1	1,8
TietoEVERY*	26,90	3186	4129	11,8	10,7	12,9	9,1	1,5	1,4	12,4	11,3	4,8	5,0
Vincit*	6,74	81	78	10,4	9,2	9,7	8,9	1,5	1,3	14,5	13,4	2,1	2,2
Bouvet	672,00	653	634	21,1	20,6	17,4	16,7	2,8	2,5	28,2	27,6	3,1	3,3
Enea	190,40	404	421	22,5	18,4	15,0	11,9	4,7	4,1	28,0	22,1		0,7
Knowlt	312,50	603	589	19,3	16,5	15,1	13,1	1,8	1,6	25,4	22,8	1,6	2,2
Siili Solutions (Inderes)	12,10	85	78	12,9	10,6	9,2	8,2	0,9	1,0	19,3	12,2	3,0	4,0
Keskiarvo				21,6	17,0	16,0	12,0	1,9	1,7	70,6	22,8	2,2	3,1
Mediaani kaikki				19,3	11,9	15,0	9,9	1,5	1,3	25,4	19,1	2,0	2,4
Erotus-% vrt. mediaani				-33 %	-10 %	-38 %	-17 %	-37 %	-25 %	-24 %	-36 %	50 %	64 %
Mediaani suomalaiset				13,3	10,8	11,3	9,0	1,4	1,3	18,0	14,1	2,0	2,8
Erotus-% vrt. mediaani				-3 %	-2 %	-18 %	-9 %	-35 %	-21 %	8 %	-13 %	50 %	43 %

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

Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2017	2018	H1'19	H2'19	2019	H1'20	H2'20e	2020e	H1'21e	H2'21e	2021e	2022e	2023e
Liikevaihto	58,0	70,4	40,7	39,8	80,5	44,0	40,0	84,0	49,2	46,9	96,1	104	111
Käyttökate	5,9	4,1	3,5	3,6	7,1	4,4	4,0	8,5	5,8	5,8	11,6	12,9	14,6
Poistot ja arvonalennukset	-0,8	-1,6	-1,7	-1,7	-3,4	-1,9	-1,9	-3,8	-2,3	-2,3	-4,6	-4,4	-4,4
Liikevoitto ilman kertaeriä	5,6	3,6	2,6	2,6	5,2	3,2	2,8	6,1	4,5	4,5	9,0	10,5	12,2
Liikevoitto	5,2	2,5	1,9	1,9	3,7	2,5	2,1	4,6	3,5	3,5	7,0	8,5	10,2
Nettorahoituskulut	0,0	-0,2	-0,1	-0,3	-0,4	2,6	-0,2	2,4	-0,2	-0,2	-0,3	-0,2	0,0
Tulos ennen veroja	5,2	2,3	1,8	1,6	3,3	5,1	2,0	7,0	3,3	3,3	6,6	8,3	10,2
Verot	-1,0	-0,7	-0,4	-0,3	-0,8	-0,6	-0,4	-1,0	-0,7	-0,7	-1,3	-1,7	-2,0
Nettotulos	4,1	1,6	1,3	1,2	2,6	4,5	1,5	6,0	2,7	2,7	5,3	6,6	8,1
EPS (oikaistu)	0,64	0,36	0,27	0,26	0,53	0,33	0,30	0,63	0,52	0,52	0,99	1,18	1,39
EPS (raportoitu)	0,59	0,23	0,19	0,17	0,36	0,64	0,22	0,86	0,38	0,38	0,76	0,95	1,16

Tunnusluvut	2017	2018	H1'19	H2'19	2019	H1'20	H2'20e	2020e	H1'21e	H2'21e	2021e	2022e	2023e
Liikevaihdon kasvu-%	19,7 %	21,4 %	19,1 %	10,1 %	14,4 %	8,2 %	0,4 %	4,3 %	11,8 %	17,1 %	14,3 %	8,0 %	7,0 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%		-35,2 %	34,0 %	52,1 %	42,5 %	24,4 %	10,7 %	17,6 %	39,8 %	58,0 %	48,3 %	17,0 %	16,2 %
Käyttökate-%	10,2 %	5,8 %	8,7 %	8,9 %	8,8 %	10,0 %	10,1 %	10,1 %	11,8 %	12,3 %	12,1 %	12,4 %	13,2 %
Oikaistu liikevoitto-%	9,6 %	5,1 %	6,4 %	6,4 %	6,4 %	7,3 %	7,1 %	7,2 %	9,1 %	9,6 %	9,4 %	10,1 %	11,0 %
Nettotulos-%	7,1 %	2,2 %	3,3 %	3,1 %	3,2 %	10,2 %	3,8 %	7,2 %	5,4 %	5,7 %	5,5 %	6,4 %	7,3 %

Lähde: Inderes

Tase

Vastaavaa	2018	2019	2020e	2021e	2022e
Pysyvät vastaavat	26,0	29,5	28,2	48,7	47,1
Liikearvo	18,8	18,8	18,8	26,8	26,8
Aineettomat hyödykkeet	5,6	4,2	2,9	3,9	2,1
Käyttöomaisuus	1,1	0,8	0,9	4,9	5,1
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0,0	0,0	0,0	7,5	7,5
Muut sijoitukset	0,0	0,2	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset varat	0,4	5,6	5,6	5,6	5,6
Laskennalliset verosaamiset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Vaihtuvat vastaavat	22,8	26,3	33,3	27,1	28,5
Vaihto-omaisuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut lyhytaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Myyntisaamiset	12,7	14,5	15,1	17,3	18,7
Likvidit varat	10,0	11,9	18,1	9,8	9,8
Taseen loppusumma	48,8	55,9	61,5	75,8	75,6

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2018	2019	2020e	2021e	2022e
Oma pääoma	19,6	20,5	24,8	27,6	30,9
Osakepääoma	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Kertyneet voittovarot	6,7	7,6	11,8	14,6	17,9
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muu oma pääoma	12,9	12,9	12,9	12,9	12,9
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pitkäaikaiset velat	13,4	15,8	16,5	25,5	20,5
Laskennalliset verovelat	1,2	0,9	0,9	0,9	0,9
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lainat rahoituslaitoksilta	6,2	5,1	4,5	6,0	1,0
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	6,0	9,8	11,1	18,6	18,6
Lyhytaikaiset velat	15,7	19,5	20,2	22,7	24,3
Lainat rahoituslaitoksilta	1,4	1,0	1,0	1,0	1,0
Lyhytaikaiset korottomat velat	14,3	16,6	17,3	19,8	21,4
Muut lyhytaikaiset velat	0,0	1,9	1,9	1,9	1,9
Taseen loppusumma	48,8	55,9	61,5	75,8	75,6

DCF-laskelma

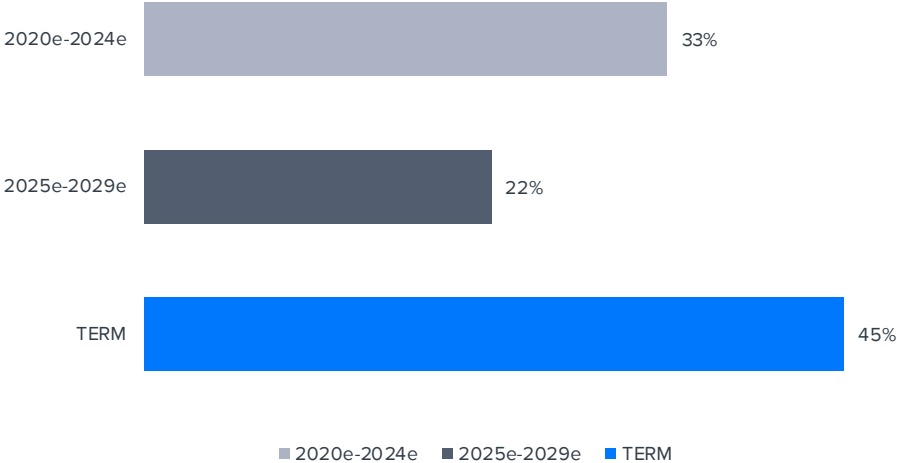
DCF-laskelma	2019	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	TERM
Liikevoitto	3,7	4,6	7,0	8,5	10,2	10,5	10,3	10,0	10,3	9,3	6,8	
+ Kokonaispoistot	3,4	3,8	4,6	4,4	4,4	2,6	2,5	2,5	2,6	4,1	3,6	
- Maksetut verot	-1,1	-1,0	-1,3	-1,7	-2,0	-2,1	-2,1	-2,0	-2,1	-1,9	-1,4	
- verot rahoituskuluista	-0,1	-0,3	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
+ verot rahoitustuotoista	0,0	0,7	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Käyttöpääoman muutos	2,4	0,1	0,3	0,2	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	
Operatiivinen kassavirta	8,3	7,9	10,5	11,4	12,8	11,1	10,9	10,6	10,9	11,6	9,1	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	3,8	1,3	7,5	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoninvestoinnit	-6,9	-2,5	-17,6	-2,8	-2,9	-3,0	-3,0	-3,1	-3,0	-3,2	-4,0	
Vapaa operatiivinen kassavirta	5,2	6,6	0,4	8,6	9,9	8,1	7,8	7,5	7,9	8,4	5,1	
+/- Muut	0,0	4,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	5,2	11,3	0,4	8,6	9,9	8,1	7,8	7,5	7,9	8,4	5,1	87,6
Diskontattu vapaa kassavirta		11,2	0,4	7,4	7,8	6,0	5,3	4,7	4,6	4,5	2,6	43,9
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		98,4	87,2	86,8	79,4	71,6	65,6	60,3	55,6	51,0	46,4	43,9
Velaton arvo DCF		98,4										
- Korolliset velat		-6,2										
+ Rahavarat		11,9										
-Vähemmistöosuus		-6,0										
-Osinko/pääomapalautus		-1,8										
Oman pääoman arvo DCF		96,3										
Oman pääoman arvo DCF per osake		13,8										

Pääoman kustannus (wacc)

Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	10,0 %
Vieraan pääoman kustannus	6,0 %
Yrityksen Beta	1,10
Markkinoiden riski-premio	4,80 %
Likviditeettipremio	1,00 %
Riskitön korko	2,0 %
Oman pääoman kustannus	8,3 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	7,9 %

Lähde: Inderes

Rahavirran jakauma jaksoittain



Yhteenveto

Tuloslaskelma	2017	2018	2019	2020e	2021e	Osakekohtaiset luvut	2017	2018	2019	2020e	2021e
Liikevaihto	58,0	70,4	80,5	84,0	96,1	EPS (raportoitu)	0,59	0,23	0,36	0,86	0,76
Käyttökate	5,9	4,1	7,1	8,5	11,6	EPS (oikaistu)	0,64	0,36	0,53	0,63	0,99
Liikevoitto	5,2	2,5	3,7	4,6	7,0	Operat. kassavirta / osake	0,73	0,48	1,19	1,12	1,50
Voitto ennen veroja	5,2	2,3	3,3	7,0	6,6	Vapaa kassavirta / osake	0,14	-0,40	0,75	1,61	0,06
Nettovoitto	4,1	1,6	2,6	6,0	5,3	Omapääoma / osake	2,97	2,81	2,94	3,54	3,94
Kertaluontoiset erät	-0,4	-1,2	-1,4	-1,4	-2,0	Osinko / osake	0,39	0,23	0,26	0,36	0,48
Tase	2017	2018	2019	2020e	2021e	Kasvu ja kannattavuus	2017	2018	2019	2020e	2021e
Taseen loppusumma	33,9	48,8	55,9	61,5	75,8	Liikevaihdon kasvu-%	20 %	21 %	14 %	4 %	14 %
Oma pääoma	20,8	19,6	20,5	24,8	27,6	Käyttökatteen kasvu-%	24 %	-31 %	73 %	19 %	37 %
Liikearvo	11,6	18,8	18,8	18,8	26,8	Liikevoiton oik. kasvu-%	25 %	-40 %	54 %	18 %	48 %
Nettovelat	-8,1	-2,5	-5,7	-12,6	-2,8	EPS oik. kasvu-%	19 %	-43 %	45 %	19 %	58 %
Kassavirta	2017	2018	2019	2020e	2021e	Käyttökate-%	10,2 %	5,8 %	8,8 %	10,1 %	12,1 %
Käyttökate	5,9	4,1	7,1	8,5	11,6	Oik. Liikevoitto-%	9,6 %	4,8 %	6,4 %	7,2 %	9,4 %
Nettokäyttöpääoman muutos	0,3	-0,5	2,4	0,1	0,3	Liikevoitto-%	8,9 %	3,5 %	4,6 %	5,5 %	7,3 %
Operatiivinen kassavirta	5,1	3,3	8,3	7,9	10,5	ROE-%	21,3 %	7,8 %	12,7 %	26,6 %	20,3 %
Investoinnit	-4,2	-12,2	-6,9	-2,5	-17,6	ROI-%	25,5 %	10,2 %	13,9 %	32,5 %	21,6 %
Vapaa kassavirta	0,9	-2,8	5,2	11,3	0,4	Omavaraisuusaste	61,4 %	40,3 %	36,8 %	40,3 %	36,4 %
						Nettovelkaantumisaste	-39,2 %	-12,6 %	-27,9 %	-51,0 %	-10,0 %
Suurimmat omistajat	% osakkeista					Arvostuskertoimet	2017	2018	2019	2020e	2021e
Erina Oy	11,8 %					EV/Liikevaihto	1,2	0,8	0,8	0,9	1,0
Kesk. Työeläkevakuutusyhtiö Elo	9,2 %					EV/EBITDA (oik.)	11,7	13,2	8,9	9,2	8,2
Lamy Oy	7,0 %					EV/EBIT (oik.)	12,4	15,0	12,3	12,9	10,6
Kesk.Työeläkevakuutusyhtiö Varma	3,7 %					P/E (oik.)	17,4	22,2	17,3	19,3	12,2
eQ Pohjoismaat pienyhtiö	3,1 %					P/B	3,7	2,9	3,1	3,4	3,1
						Osinkotuotto-%	3,5 %	2,8 %	2,9 %	3,0 %	4,0 %

Lähde: Inderes

Siilin erot lähimpiin listattuihin verrokkeihin

	GOFORE	VINCIT	 SIILI
Profiili / lähestymiskulma markkinaa	Digitaalisen muutoksen johtaminen ja toteutus	Ohjelmistokehityksen huippuasiantuntija, vahva teknologiaosaaja	Digitaalisen kokemuksen kehittäminen designia, dataa ja ohjelmistokehitystä yhdistäen. Portfolioyrityksissä itsenäisiä kasvuliiketoimintoja.
Ydinpalvelualueet	Ohjelmistojen kehittämisen palvelut Digitalisaation neuvonantopalvelut Laadunvarmistuksen palvelut	Palvelumuotoilu Digitaalisten palveluiden kehitys Ohjelmistoylläpito	Design Digitaalisten palveluiden kehitys Ohjelmistokehitys ja ylläpito Data ja analytiikka
Asiakaskunta	Julkishallinto 70 % TOP5 44 % liikevaihdosta (2019)	Hajautunut, useat eri kokoluokat Julkishallinnon rooli pieni Ei raportoi jakaumaa	Painottuu suuryrityksiin Julkishallinnon rooli pieni
Kansainvälistyminen	Kokeileva, pienin askelin ja hallituin riskein Saksa, Italia, Espanja, Viro 11 % liikevaihdosta	Kokeileva, pienin askelin ja hallituin riskein Yhdysvallat 11 % liikevaihdosta	Lean start-up -lähestyminen Yhdysvallat, UK, Keski-Eurooppa 9 % liikevaihdosta (+ Supercharge ~10%)
Liiketoimintamalli	Puhdas asiantuntijayritys, vahvasti tunti-laskutukseen painottuvaa myyntiä	Pääosin tunti-laskutusta Ylläpitosopimusten rooli kasvussa Omien tuotteiden rooli kasvussa	Tunti-laskutus, mutta projektitoimitusten rooli kasvussa
Pitkän aikavälin kasvu- ja kannattavuus-tavoitteet	~vajaan 10 %:n vuotuinen kasvu 15 % EBITA-%	Ei julkaise tavoitteita	>10 % orgaaninen kasvu 10 % EBITA-%
Vuoden 2020 tavoitteet	Gofore arvioi nyt vuoden 2020 liikevaihdon ylittävän aiemmin arvioidun liikevaihdon vaihteluvälin 76 MEUR:n ylärajan	Liikevaihto ja oikaistu liikevoitto kasvaa vuonna 2020	Siili arvioi sekä liikevaihdon ja oikaistun liikevoiton olevan suurempia kuin edellisvuonna
Alueellinen painopiste	Tampere Helsinki Turku Jyväskylä	Tampere Helsinki Turku Oulu	Helsinki Oulu Tampere Seinäjoki
Henkilöstö H1'20	610	482	701

IT-palvelusektorin yrityskauppoja

IT-palvelusektorin yrityskauppoja Pohjoismaissa

Päivämäärä	Ostaja	Kohde	Liikevaihto	EBITDA	EBITDA-%	Henkilöstö	EV	EV/ liikevaihto	EV/ käyttökate
			MEUR	MEUR					
joulu.20	Digia	Climber (SE, FI, DK, NED)	14	0,7	5 %	77	8-14	0,6x-1,0x	12x-20x
joulu.20	Siili	Supercharge (Unkari)	9	2,1	23 %	115	17	~1,8x	~8x
elo.20	Triton	Hiq	~180	~25	14 %	1500	~340	1,9x	13,6x
elo.20	Bilot	CastorIT	7,3	0,9	12 %	60	8,8	1,2x	10x
elo.20	Gofore	Qentinel	12,0	1,7	14 %	100	8,9-10,9	~0,9x	~6,4x
elo.20	Pinja (Protacon)	PiiMega							
marras.19	Solita	Ferrologic	13,1			100			
marras.19	Fellowmind	eCraft ja Orango							
kesä.19	Tieto	Evry	1290	180	14 %	9400		1,4x	9x
kesä.19	Digia	Accountor Enterprise Solutions	12,7	0,8		114	9,0	0,7x	6x
touko.19	Eficode	Praqma (SE, NO, DK)	5,5			46			
maalis.19	Nixu	Ezenta (DK)	8,8					0,7x-0,9x	
maalis.19	Nixu	Vesper Group (SE)	2					1,0	
maalis.19	CGI (tarjous)	Acando (SE ja 2018 tot. luvut)	280	28	10 %	2100	410	1,5x	14,6x
helmi.19	Digia	Starcut	~1,5		~5 %	19			
helmi.19	Gofore	Silver Planet	7,2	1,8	0,3	40	10,8	1,5x	6,0x
tammi.19	eCraft	Evry (Fi - Dynamics toiminnot)				40			
tammi.19	Vincit	LeanCraft	3,0	>1	>30%		5,5	1,8x	5,5x
loka.18	Elisa	Fenix Solutions	2,7	0,6	>20%		4,5-5,4	1,7x-2,0x	7,5x-9,0x
elo.18	Infosys	Fluido	18,0				65,0	3,6	
elo.18	Digia	Mavisystems Oy	3,2			34			
elo.18	Gofore	Solinor	4,0	0,5	0,1	50	4,0	1,0x	7,7x
elo.18	Siili	Vala Group (Siilin omistus 60 %)	5,8	1,4	0,2	80	6,0	1,7	7,0
huhti.18	Apax Digital Fund	Solita	76,1			650			
maalis.18	Viria	BitFactor	14,0			150			
maalis.18	Digia	Avarea	3,6			41			
huhti.18	Sofigate	Csolutor (FI)	6,9			50			
tammi.18	Sofigate	Headstart (FI)	5,0						
tammi.18	Solteq	TM United A/S (DK)	4,8	0,5	0,1	35	3,5	0,7x	7,3x

Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

Raporteilla esitettävä informaatio on hankittu useista eri julkisista lähteistä, joita Inderes pitää luotettavina. 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.

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 sijoituspäätöstensä 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 12 kuukauden kokonaistuotto-odotukseen (sis. kurssinousu ja osingot) ja huomioi Inderesin näkemyksen tuotto-odotukseen liittyvästä riskistä. Suosituspolitiikka on neliportainen suosituksin myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään 2-4 kertaa vuodessa yhtiöiden osavuositarkastusten yhteydessä, mutta suosituksia ja tavoitehintoja voidaan muuttaa myös muina aikoina markkinatilanteen mukaisesti. Annetut suositukset tai tavoitehinnat eivät takaa, että osakkeen kurssi kehittyisi tehdyn arvion mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonmäärittämenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF), 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 jakaamaan suhteessa osakkeen 12 kuukauden riskikorjattuun kokonaistuotto-odotukseen.

Osta erittäin	Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on houkutteleva
Lisää houkutteleva	Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on Vähennä
Myy erittäin heikko	Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on
Osakkeen 12 kuukauden riskikorjatun kokonaistuotto-odotuksen yllä esitettyjen määritelmien mukainen arviointi on yhtiökohtaista ja subjektiivista. Siten eri osakkeilla samansuuruiset 12 kk kokonaistuotto-odotukset voivat johtaa eri suosituksiin eikä eri osakkeiden suosituksia ja 12 kk kokonaistuotto-odotuksia tule verrata keskenään. Tuotto-odotuksen vastapuolena toimii sijoittajan Inderesin näkemyksen mukaan ottama riski, joka vaihtelee voimakkaasti eri yhtiöiden ja tilanteiden välillä. Korkea tuotto-odotus ei siis välttämättä johda positiiviseen suositukseen riskien ollessa poikkeuksellisen suuria, eikä matala tuotto-odotus johda vastaavasti negatiiviseen suositukseen riskien ollessa Inderesin näkemyksen mukaan maltillisia.	

Inderesin tutkimusta laatineilla analytikoilla tai Inderesin työntekijöillä ei voi olla 1) merkittävän taloudellisen edun ylittäviä omistuksia tai 2) yli 1 %:n omistussuosituksia 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 laatineen analytikon 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 sijoittajaviestinnän palveluita, joiden tavoitteena on parantaa yhtiön ja pääomamarkkinoiden välistä kommunikaatiota. Näitä palveluita ovat sijoittajatilaisuuksien ja -tapahtumien järjestäminen, sijoittajaviestinnän liittyvä neuvonanto, sijoitustutkimusraporttien laatiminen.

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

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

Suositus historia (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
30.3.2016	Lisää	8,00 €	7,50 €
14.8.2016	Lisää	8,20 €	7,83 €
10.10.2016	Vähennä	8,40 €	8,50 €
1.3.2017	Lisää	10,50 €	9,48 €
12.6.2017	Lisää	12,00 €	11,34 €
15.8.2017	Lisää	12,50 €	11,80 €
28.2.2018	Vähennä	12,50 €	12,05 €
5.4.2018	Lisää	11,80 €	10,25 €
15.8.2018	Lisää	12,50 €	11,20 €
19.10.2018	Lisää	9,80 €	8,50 €
22.2.2019	Lisää	9,80 €	9,04 €
28.2.2019	Lisää	9,40 €	8,68 €
2.5.2019	Lisää	9,60 €	9,00 €
15.8.2019	Lisää	9,60 €	8,66 €
14.10.2019	Lisää	10,00 €	9,26 €
28.2.2020	Osta	11,00 €	8,96 €
31.3.2020	Lisää	9,00 €	7,72 €
29.4.2020	Lisää	9,70 €	8,46 €
12.8.2020	Osta	12,00 €	10,15 €
28.10.2020	Lisää	12,50 €	11,70 €
7.12.2020	Lisää	13,00 €	12,15 €
18.12.2020	Lisää	13,00 €	12,10 €

Inderesin tehtävä on yhdistää pörssiyhtiöt ja sijoittajat. Tuotamme laadukasta analyysiä ja sisältöjä laajan sijoittajayhteisömme tarpeisiin.

Me Inderesillä uskomme, että avoin tieto on jokaisen sijoittajan perusoikeus. Takaamme sijoittajille pääsyn palkitun analyysin, näkemyksellisten videosisältöjen ja aktiivisen sijoittajayhteisön pariin.

Pörssiyhtiöille varmistamme, että yhtiöstä on jatkuvasti sijoittajien ja omistajien saatavilla laadukasta tietoa päätöksentekoon, ja että sijoittajilta kerätty tieto on yhtiöiden hyödynnettävissä.

Jo yli 100 suomalaista pörssiyhtiötä haluaa palvella omistajiaan ja sijoittajia kauttamme hyödyntämällä tarjoamiamme yhtiöseurantapalveluita, datapohjaisia sijoittajaviestinnän palveluita, sisältötuotantoa ja konsultointia.

Inderes Oy

Itämerentori 2
00180 Helsinki
+358 10 219 4690

Palkittua analyysia osoitteessa inderes.fi



STARMINE
ANALYST AWARDS
FROM REFINITIV



THOMSON REUTERS
ANALYST AWARDS



Juha Kinnunen
2012, 2016, 2017, 2018, 2019, 2020



Mikael Rautanen
2014, 2016, 2017, 2019



Sauli Vilén
2012, 2016, 2018, 2019, 2020



Antti Viljakainen
2014, 2015, 2016, 2018, 2019, 2020



Petri Kajaani
2017, 2019, 2020



Joni Grönqvist
2019, 2020



Erkki Vesola
2018, 2020



Petri Gostowski
2020



Atte Riikola
2020



Olli Koponen
2020

**Analyysi kuuluu
kaikille.**