

Innofactor

Yhtiöraportti

6/2019

Käännö on vielä alkumetreillä

Toistamme Innofactorin vähennä-suosituksen ja nostamme tavoitehinnan 0,68 euroon (aik. 0,58) eilisen ohjeistustarkistuksen myötä hieman nousseiden ennusteiden tukemana. Innofactorin pitkän aikavälin kasvutarina on viimeisen parin vuoden aikana törmännyt useisiin operatiivisiin haasteisiin ja sijoitusprofiili muuttunut kasvuyhtiöstä käänneyhtiöksi. Yhtiö on kohdannut niin kansainvälistymisessä kuin kotimarkkinalla odottamattomia ja rajuja ongelmia, jotka kärjistyivät viime vuoden aikana. Yhtiön kriisiytyminen alkoi näyttää mahdolliselta, mutta vuoden 2019 alkupuolella olemme saaneet ensimmäiset konkreettiset merkit käännteestä ja tilanteen stabiloitumisesta. Yhtiöllä on kuitenkin vielä lukuisia haasteita ratkottavana ja kohtalaisen tuloskäänteen sisältävillä ennusteillamme osakkeen arvostus on kokonaisuudessaan haastava.

Kasvuyhtiöstä käänneyhtiöksi

Innofactor on historiassaan kasvanut voimakkaasti yritysostoin kotimaassa ja kansainvälisesti konsolidoimalla Microsoftiin erikoistuneiden IT-toimittajien kenttää. Useiden yritysostojen jälkeen yhtiö siirtyi reilut 2 vuotta sitten strategiassaan vaiheeseen, jossa fokus siirtyi yritysostojen integrointiin ja yhtenäisen pohjoismaisen organisaation rakentamiseen. Tämä vaihe strategiassa on osoittautunut selvästi odotettua vaikeammaksi, minkä takia yhtiön kannattavuus painui tappiolle, tase heikentyi ja liikevaihto laski suotuisasta markkinasta huolimatta. Alkuvuonna 2019 erityisesti tilauskanta (+85%) on antanut viitteitä tilanteen käännteelle.

Vuonna 2019 laitetaan perustaa kuntoon

Innofactor on saanut pahimmat tulipalot sammutettua etenkin tärkeällä kotimarkkinalla, mutta yhtiön kestävä käänne vaatii todennäköisesti vielä runsaasti aikaa. Tanskan ja Ruotsin markkinoilla yhtiöllä on vielä selkeitä haasteita. Yhtiöllä on ollut runsasta vaihtuvuutta avainhenkilörooleissa ja henkilöstön määrä on laskenut selvästi, mikä tuo epäjatkuvuutta organisaatioon. Strateginen fokus on todennäköisesti ainakin tämän vuoden vahvasti operatiivisten haasteiden ratkomisessa ja kannattavuuden parantamisessa. Kehitystä tukee tilauskannan Q1:n voimakas kasvu ja aiemmin haasteena ollut myynti on saatu toimimaan. Yhtiön on saatava tämän vuoden aikana organisaatio vielä iskukuntoon, minkä jälkeen yhtiö voi siirtyä terveen kasvun polulle. IT-palvelumarkkinan kysyntä ja Microsoftin asema on edelleen hyvä ja tukee Innofactorin kehitystä.

Ennustemme sisältää käänteen jatkumisen ilman uusia ongelmia

Innofactor tavoittelee edelleen 20 %:n pääosin orgaanista kasvua ja 20 %:n EBITDA-marginaalia pitkällä aikavälillä. Kunnianhimoinen taso heijastelee yhtiön tavoitetta edetä tuotevetoisemmaksi IT-palvelutaloksi ja tällä hetkellä Innofactorin selkeä vahvuus ovat tietyt omat tuotteet ja niihin liittyvät jatkuvat palvelut. Ennustemme ovat selvästi alle yhtiön taloudellisten tavoitteiden. Odotamme liikevaihdon kasvavan 1-3 % vuosina 2019-2022. Ennustamme käyttökate-%:n nousevan 8 %:iin kuluvaan vuonna (2018: -2 %) ja olevan samalla tasolla vuosina 2020-2022.

Arvostus on edelleen haastava huomioiden käänteen epävarmuus

Osakemarkkinoiden luottamus Innofactoriin on romahtanut yhtiön ongelmien takia, mutta alustavat merkit käännteestä ovat antaneet kurssille tukea. Korkeahkon velkavivun takia osake reagoi herkästi muutoksiin näkymissä. Osakkeen arvostus on 2019e P/E-kertoimella (13x) neutraalisti ja EV/EBIT-kertoimella (17x) haastavasti hinnoiteltu. Korkeamman arvostuksen hyväksyminen vaatisi yhtiöltä käänteen jatkumista ja voimistumista, joka tulokasvun lisäksi samalla palauttaisi asteittain sijoittajien luottamusta yhtiöön.

Analytiikot



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



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

Suositus ja tavoitehinta

Vähennä

Edellinen: Vähennä



0,68 EUR

Edellinen: 0,58 euroa

Osakekurssi: 0,71 EUR

Potentiaali: -4,2 %

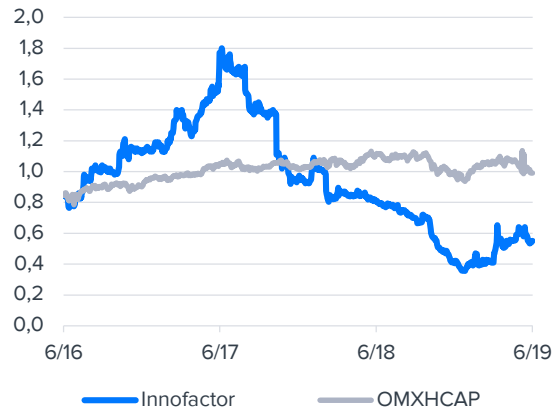
Avainluvut

	2018	2019e	2020e	2021e
Liikevaihto	63	64	65	67
kasvu-%	-4 %	1 %	2 %	2 %
Käyttökate	-1,0	4,9	4,9	5,1
Käyttökate-%	-1,6 %	7,6 %	7,6 %	7,7 %
Nettotulos	-3,2	0,2	0,4	0,7
EPS (oik.)	-0,07	0,06	0,06	0,06

P/E (oik.)	neg.	12,8	12,5	11,5
P/B	0,6	1,2	1,2	1,1
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
EV/EBIT (oik.)	neg.	17,1	15,1	13,5
EV/EBITDA	neg.	9,4	8,9	8,1
EV/Liikevaihto	0,4	0,7	0,7	0,6

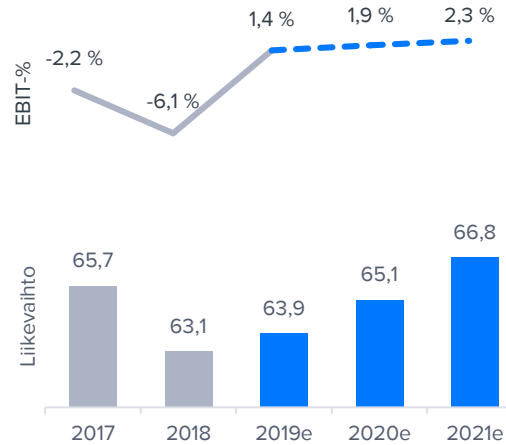
Lähde: Inderes

Kurssikehitys

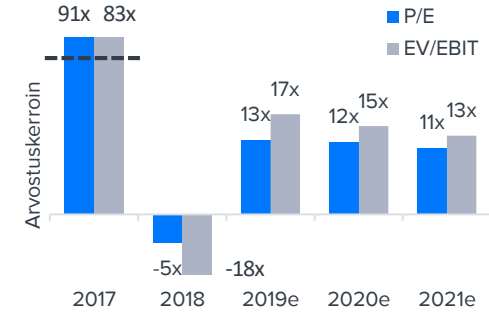


Lähde: Thomson Reuters

Liikevaihto ja liikevoitto



Arvostus



Arvoajurit

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



Riskitekijät

- Käänteen epäonnistuminen ja kriisiytyminen
- Henkilöstömäärän laskun jatkuminen
- Pohjoismaisen organisaation rakentamisen pitkittyminen edelleen, erityisesti Ruotsissa ja Tanskassa
- Kansainvälistyminen ja yrityskaupat nostavat riskitasoa
- Microsoftin aseman heikentyminen, open source -ohjelmistojen nousu



Arvostus

- Tulokasvuodotukset ovat jo korkeat
- Liikevaihtopohjainen arvostus sektorin alimpia, mutta tuloskäänteen kestävyudessa vielä epävarmuustekijöitä
- Arvostus hinnoittelee jo käänteen voimistumista

Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	5-10
Sijoitusprofiili	11-12
Toimiala ja Microsoft	13-21
Kilpailu	22-24
Strategia	25-29
Historiallinen kehitys	30-31
Ennusteet ja arvonmääritys	32-35
Taulukot	36-42
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	43

Innofactor lyhyesti

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

2000

Perustamisvuosi

21,3 %

Toimitusjohtajan omistusosuus

63 MEUR (-3,8 % vs. 2017)

Liikevaihto 2018

58 % Suomi

26 % Ruotsi

10 % Norja

6 % Tanska

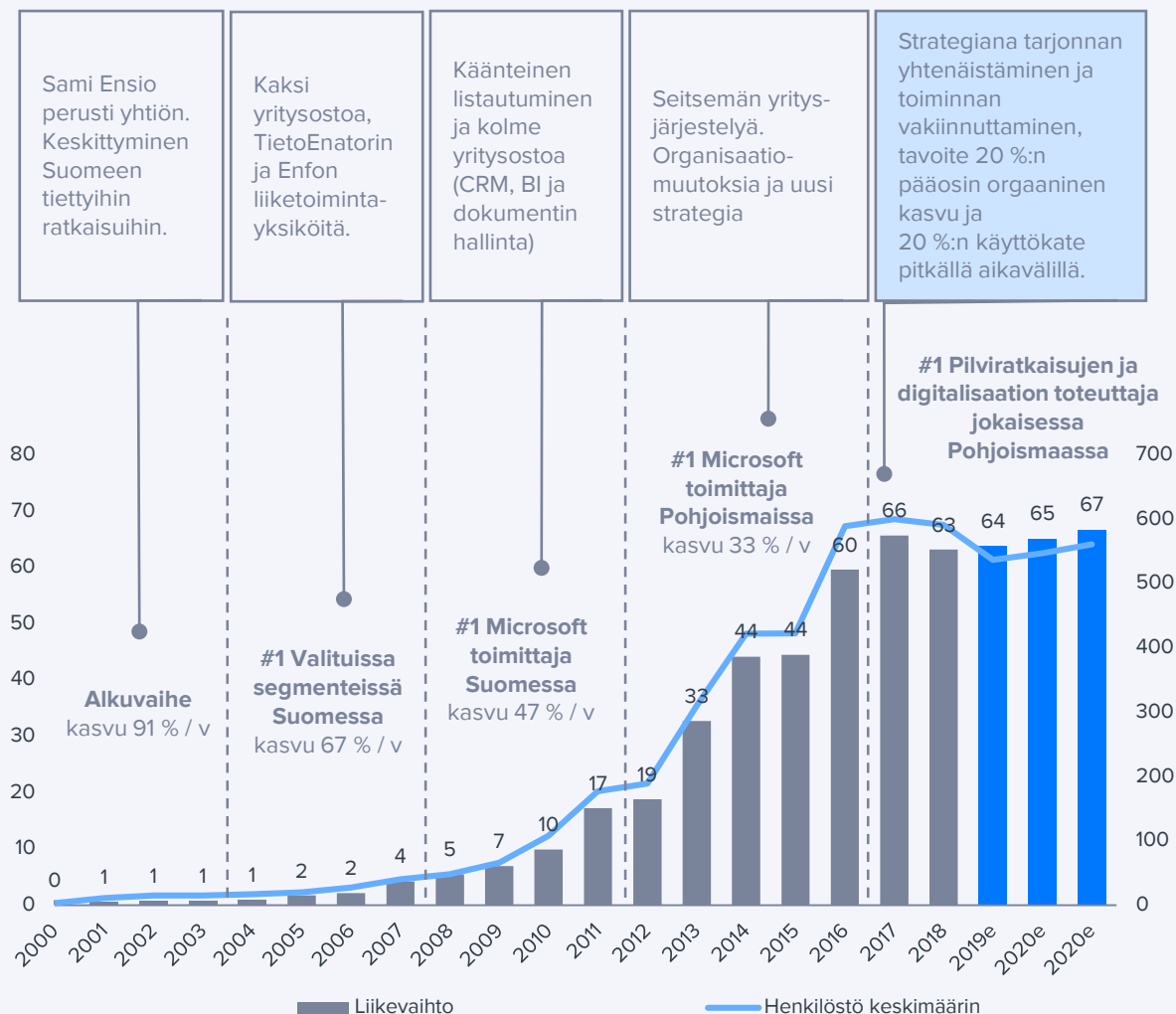
Maantieteellinen osuus liikevaihdosta

-1 MEUR (-1,6 % lv:sta)

Käyttökate 2018

541 (-10 % vs. Q1'18)

Henkilöstö Q1'19 lopussa



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 1/2

Yhtiökuvaus

Yrittäjävetoinen kasvuyhtiö

Vuonna 2000 perustettu Innofactor on yksi Pohjoismaiden johtavia Microsoft-ratkaisuihin keskittyneitä ohjelmistotoimittajia. Yhtiön liiketoiminta koostuu järjestelmä-integraattorina toimimisesta IT-projekteissa sekä omien ohjelmistotuotteiden ja -palveluiden kehittämisestä ja myynnistä. Yhtiössä työskentelee noin 540 henkilöä Suomessa, Ruotsissa, Tanskassa ja Norjassa.

Innofactorin nykyinen rakenne on syntynyt lukuisten yrityskauppojen seurauksena. Yhtiö listautui Helsingin pörssiin tekemällä käänteisen listautumisen hankkimalla Westend ICT:n osakekannan vuoden 2010 lopussa. Tämän jälkeen yhtiö on kasvanut nopeasti yrityskaupoin ja viimeisimmällä Lumagate-yrityskaupalla (2016) yhtiö sai tavoittelemansa kattavan pohjoismaisen alustan jatkolaajentumiselle. Operatiivisten haasteiden takia kansainvälinen kasvustrategia ei kuitenkaan ole viime vuosina onnistunut.

Innofactorin perustajayrittäjä Sami Ensio toimii yhtiön toimitusjohtajana sekä hallituksen jäsenenä ja on myös yhtiön suurin omistaja noin 21 %:n omistusosuudella.

Läsnäolo kaikissa Pohjoismaissa

Innofactorin asiakkaina on yli 1500 yritystä, kolmannen sektorin ja julkishallinnon organisaatiota Suomessa, Ruotsissa, Tanskassa ja Norjassa. Kymmenen suurinta asiakasta toivat noin 24 % yhtiön liikevaihdosta vuonna 2018. Yhtiön liikevaihto laski viime vuonna sisäisten

haasteiden vetämänä 4 % 63 MEUR:oon. Vuoden 2018 liikevaihdosta noin 47 % tuli yritysasiakkailta, 30 % julkishallinnosta ja 23 % kolmannelta sektorilta. Maantieteellisesti viime vuonna liikevaihdosta 58 % tuli Suomesta, 26 % Ruotsista, 10 % Norjasta ja 6 % Tanskasta.

Yrityskauppojen jälkeen Innofactor lähti vuonna 2017 rakentamaan erityisesti yhtenäistä pohjoismaista palvelu- ja tuotetarjontaa sekä pohjoismaista organisaatiota. Yhtiö on tämän jälkeen kuitenkin kohdannut lukuisia haasteita ja yrityskauppojen synergioiden sijaan operatiiviset riskit ovat realisoituneet. Lisäksi yhtiössä on vaihtunut merkittävästi johtoa useaan otteeseen ja erityisesti myynnissä oli suuria haasteita viime vuonna. Nyt yhtiö on kehitysvaiheessa, jossa perusta on laitettava kuntoon ennen kasvuvaihteelle siirtymistä. Valoa tunnelin päähän antavat alkuvuoden 2019 luvut.

Liiketoimintamalli

Microsoft-ekosysteemissä järjestelmä-integraattori

Liiketoimintamalliltaan Innofactor on pääasiassa projektiliiketoimintaa tekevä IT-palveluyhtiö, joka on kehittänyt myös omia skaalautuvia ohjelmistotuoteratkaisuja tukemaan palveluliiketoimintaa. Yhtiön tavoite pitkällä aikavälillä on panostaa tuotteistukseen, joilla liiketoimintaan tuodaan skaalautuvuutta ja jatkuvuutta. Vuonna 2018 liikevaihdosta 55 % (2017: 59 %) tuli toimitusprojekteista ja konsultoinnista, 20 % (2017: 16 %) jatkuviin sopimuksiin perustuvasta asiantuntijatyöstä, 19 % (2017: 19 %) jatkuviin sopimuksiin perustuvasta

palvelu- ja ohjelmistoylläpidosta (mm. Azure-pilvipalvelut) sekä 6 % (2017: 6 %) lisenssimyynnistä. Toimitusprojektien ja konsultoinnin lasku kuvastaa viime vuoden myynnin haasteita, kun taas jatkuvien sopimuksien osuus nousi.

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

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

Kumppanit



Microsoft ja muut
teknologiatoimittajat

Toiminnot

Rekrytointi



Myynti



Konsultointi ja
projektit



Jatkuvat palvelut ja tuki



Omat ohjelmistotuotteet
ja tuotekehitys



Osaamisalueet

Digitaaliset palvelut ja
pilviratkaisut



Microsoft ratkaisut ja
omat ohjelmistot



Integraatio ja analytiikka



Ylläpito



Liiketoimintaidea

Johtava pilviratkaisujen ja
digitalisaation toteuttaja Pohjoismaissa

Moderni digitaalinen
organisaatio

Henkilökohtaisempi
digitaalinen
asiakaskokemus



Turvallinen
pilvialusta



INNOFACTOR®

Korkeampi
operatiivinen
tuottavuus



Moderni
työntekijä-
kokemus



Datalähtöinen
liiketoiminta



Tavoitteet

Innofactor ohjeistaa liikevaihdon ja käyttökateen
kasvua vuonna 2019.

Pitkällä tähtäimellä yhtiö tavoittelee noin 20 %:n kasvua
ja 20 %:n käyttökatemarginaalia

Kilpailu

accenture



CGI

IT-generalistit

digia

SOLTEQ

futurice

Reaktor

INNOFACTOR®

Keskisuuret
IT-markkinan
toimijat

GOFOR

VINCIT

siili

SOLITA

idean

Asiakassegmentit (2018)



Yritykset
47 %



Julkishallinto
30 %



58 %



26 %



Kolmas sektori
23 %



10 %



6 %

Kustannusrakenne

550 hlö (2018)
64 m€ (2018)



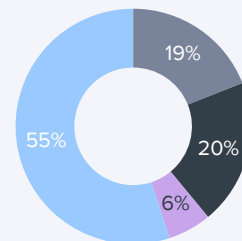
Henkilöstökulut
(72 % kustannuksista)



Alihankkijat ja ostot
(11 %)

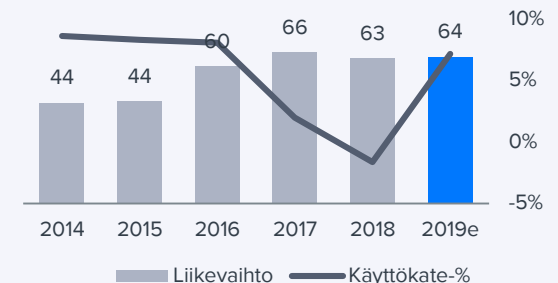


Liiketoiminnan muut kulut
(17 %)



Tulovirrat

Liikevaihto 63 m€
Käyttökate -1 m€ (2018)



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 2/2

Innofactorin strategian myötä omien ohjelmistoratkaisujen rooli kasvaa ja yhtiö pyrkii olemaan vahvemmin tuotteiden päälle rakennettu jatkuvien palveluiden talo. Innofactorin omien tuotteiden lisenssimyynnin osuus liikevaihdosta oli viime vuonna noin 6 % ja merkittävä osa omasta tuotemyynnistä näkyy ylläpitotuotoissa (19 %). Omien ohjelmistotuotteiden myynti on hyvin skaalautuvaa liikevaihtoa. Innofactor käytti omien ohjelmistotuotteiden tuotekehitykseen viime vuonna 2,9 MEUR, joka vastaa 4,5 % liikevaihdosta (2017: 3,3 MEUR ja 5,0 % liikevaihdosta). Innofactor on aikaisemmin kertonut odottavansa tuotekehityskustannusten nousevan tulevana vuosina jopa lähelle historiallista 10 %:n tasoa yhtiön panostaessa yhä enemmän omiin ohjelmistoihin. Kuluvana vuonna odotamme kuitenkin heikon kannattavuuden myötä T&K kulujen hieman laskevan viime vuosien tasolta yhtiön panostaessa erityisesti kannattavuuteen tällä hetkellä.

Kolmansien osapuolten lisenssien osuus Innofactorin myynnistä oli viime vuonna noin 4 % (2017: 4 %). Kolmansien osapuolten (käytännössä Microsoft) lisenssien jälleenmyynnissä kate on arviomme mukaan tyypillisesti ollut noin 20 % tuntumassa, mutta jälleenmyynnin katteissa on voimakkaita laskupaineita koko sektorilla.

IT-palveluiden laaja tarjoama

Innofactorilla on IT-palveluiden laaja elinkaaritarjoama. Tarjoama sisältää suunnittelua, integraatiota, kehitystä ja ylläpitoa. Koko tarjoomaa kaikilla palveluilla harvoin kuitenkaan

myydään kerrallaan, vaan asiakkaat ostavat ensin yhden osan (proof of concept, esimerkiksi projektin) ja tämän jälkeen muita lisäpalveluita (esimerkiksi ylläpitopalveluita). Lisäksi viimeisen vuoden aikana ollaan yhtiön mukaan siirrytty erityisesti julkisella puolella enemmän kiinteähintaisista projekteista ketterän ohjelmistokehityksen malleihin.

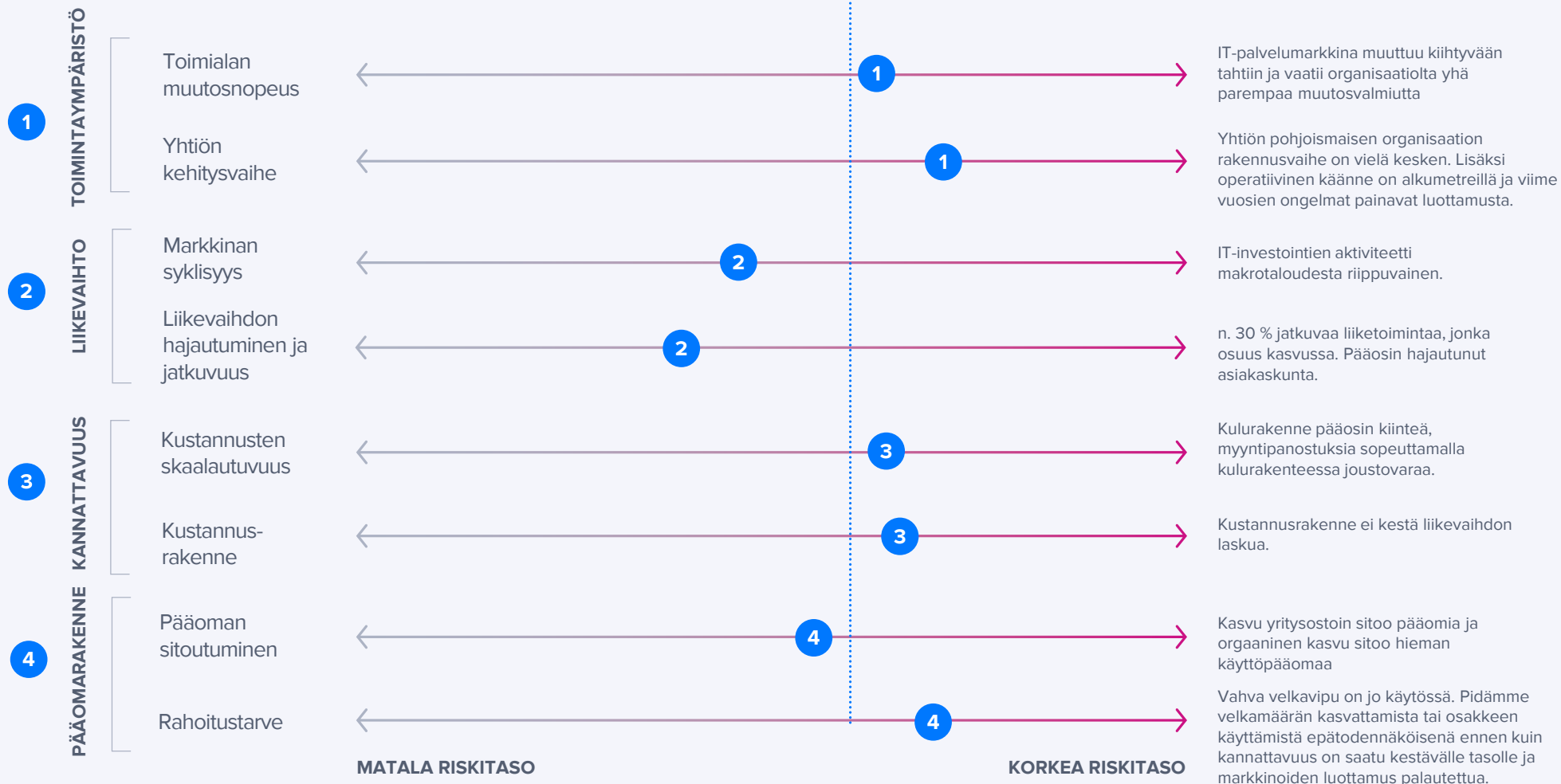
Projektit ovat yleensä suhteellisen lyhyitä riippuen projektin koosta. Jatkuvat sopimukset taas ovat tyypillisesti aluksi 3 vuoden sopimuksia, jonka jälkeen ne jatkuvat toistaiseksi voimassaolevina tyypillisesti yli 10 vuotta, sillä asiakkaan on vaikeaa ja kallista vaihtaa ja kilpailuttaa ylläpitoa Innofactorin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

Innofactorin osaamisalueet



Liiketoimintamallin riskiprofiili

Arvio Innofactorin liiketoiminnan kokonaisriskitasosta



Sijoitusprofiili

Sijoitusprofiili

Arvonluonti perustunut vahvasti yritysostovetoiseen kasvuun

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

Profiili kääntynyt lyhyellä aikavälillä kasvuyhtiöstä käännetyhtiöksi

Innofactor tavoittelee pitkällä aikavälillä voimakasta orgaanista kasvua ja kannattavuuden parantamista. Lyhyellä aikavälillä kannattavuuden parantuminen on osakkeen keskeisin arvoajuri, sillä operatiivisten ongelmien myötä viimeisen parin vuoden aikana profiili on muuttunut vahvasti kasvuyhtiöstä käännetyhtiöksi. Korkeahko velkavipu (nettovelkaantuneisuus 66 %) yhdistettynä tappiolliseen tulokseen on myös nostanut osakkeen riskitason epämiellyttävän korkeaksi, mikä on painanut osakkeen hyväksyttävää hinnoittelua. Siten yhtiön on saatava ensisijaisesti nykyiset operatiiviset haasteet ratkottua ja tilanne stabiloitua, jolloin

riskitason alentuminen ja tulokasvu antaisivat osakkeen arvostukselle tukea. Tämän jälkeen yhtiöllä on jälleen edellytykset siirtyä kasvuvetoisempaan kehitysvaiheeseen, mitä yhtiön pitkän aikavälin tavoitteet heijastelevat. Lyhyen aikavälin haasteiden ratkomisen jälkeen yhtiö voi myös siirtyä tavoittelemaan vahvemmin tehokkuushyötyjä yhtenäistämällä pohjoismaista organisaatiota ja maiden välistä tarjoamaa sekä prosesseja.

Viimeinen vuosi oli jälleen monella tapaa pettymys kasvun ja kannattavuuden osalta, ja yhtiön perustan rakentaminen jatkuu vahvasti vielä kuluvana vuonna. Lyhyen aikavälin riski on, että operatiivinen käänne ei vahvistu ja uusia odottamattomia ongelmia pintaautuu jälleen. Yhtiön on todistettava käänteen jatkuminen ja vahvistuminen, jotta sijoittajien luottamus yhtiöön palautuu. Innofactorin markkinat ovat kasvavat ja hyvässä vedossa, joten markkinatilanteesta kasvun ei pitäisi jäädä kiinni.

Kunnianhimoiset pitkän aikavälin tavoitteet

Saavutettuaan edellisen visionsa (Microsoft-pohjaisten ratkaisujen ykköstoimittaja Pohjoismaissa) yhtiö tavoittelee jatkossa myös johtavan pilviratkaisujen ja digitalisaation toteuttajan asemaa jokaisessa Pohjoismaassa erikseen. Innofactorin arvonmuodostus tulee pitkällä aikavälillä näkemyksemme mukaan koostumaan yhtiön kyvystä saada yrityskauppojen ja eri maiden kokonaisuus yhtenäiseksi pohjoismaiseksi toimijaksi. Palveluiden tuotteistuksen ja omien tuotteiden rooli ovat myös tärkeitä yhtiön kannattavuustavoitteiden saavuttamisessa. Näiden pitäisi näkyä

vahvempana orgaanisena kasvuna ja parempana kannattavuutena. Emme kuitenkaan ole ennustaneet emmekä edelleenkaan ennusta yhtiön yltävän omaan kunnianhimoiseen 20 %:n pääosin orgaaniseen kasvuun ja 20 %:n käyttökatemarginaalin tavoitteeseen, vaan omat ennusteemme ovat tällä hetkellä selvästi alle puolivälissä tavoitteisiin nähden.

Olenneisimpana riskinä strategiassa on, ettei yhtiö saa ratkottua nykyisiä haasteita (erityisesti Ruotsin ja Tanskan liiketoiminnat) ja uusia ongelmia pintaautuu jälleen, kun edelliset on ratkottu. Riskitasoa kohottaa myös taseen velkavipu. Pitkän aikavälin riskinä on yhtiön riippuvuus Microsoftin menestyksestä. Riskejä tasaa yhtiön oma tuoteliiketoiminta, nykyinen vahvistunut tilauskanta, jatkuvien palveluiden osuus sekä vahva kysyntänäkymä ja Microsoftin tuotteiden vahva asema IT-markkinalla.

Yrittäjävetoinen kasvuyhtiö

Innofactor henkilöityy vahvasti suurimpaan omistajaan, yhtiön perustajaan ja toimitusjohtajaan Sami Ensioon, joka omistaa Innofactorista noin 21 %. Ensio perusti yhtiön vuonna 2000, minkä jälkeen Innofactor on kasvanut voimakkaasti yritysostoin ja orgaanisesti hänen johdollaan. Yhtiössä sijoituskohteena heijastuu mielestämme kasvuhakuisuuden lisäksi siten vahva yrittäjähenkisyys ja kasvollinen omistajuus. Ensio on myös kasvattanut osakeomistustaan yhtiössä keväällä 2018 sen jälkeen, kun yhtiön osakekurssi laski selvästi. Uusien ongelmien myötä osakekurssi on kuitenkin edelleen laskenut viime vuoden keväästä.

Sijoitusprofiili

1.

Yrityskaupoilla rakennettu pohjoismaisen toimijan aihio

2.

Nykyisessä kehitysvaiheessa perusta rakennettava kuntoon ennen kasvua

3.

IT-markkinat vahvassa vedossa ja tilauskanta piristynyt

4.

Tuloskäänteen onnistuttava lyhyellä aikavälillä

5.

Yrittäjävetoinen kasvuyhtiö pitkällä aikavälillä

Potentiaali



- Potentiaalia selvään kannattavuusparannukseen
- Orgaaninen ja epäorgaaninen kasvu
- Hyväksyttävässä arvostustasossa selvää nousuvaraa
- IT-palvelumarkkinat yleisesti ja Microsoft-ratkaisut edelleen hyvässä vedossa

Riskit



- Käänteen epäonnistuminen
- Yhtenäisen pohjoismaisen organisaation rakentamisen pitkittyminen edelleen
- Organisaation työntekijäkulttuurin heikkeneminen ja korkea vaihtuvuus
- Kansainvälistyminen ja yrityskaupat nostavat riskitasoa
- Microsoftin markkina-aseman heikentyminen

IT-palvelumarkkinat 1/5

Markkinan koko ja määritelmä

Markkinan koko ja määritelmä

Suomen ICT-kokonaismarkkina on Gartnerin arvion mukaan hieman yli 7 miljardia euroa (sisältäen laitemyynnin), mistä IT-palvelumarkkinan koko on noin puolet. Markkina kasvoi viime vuonna 3,9 % Gartnerin arvion mukaan. Pohjoismaiden (Ruotsi, Norja, Suomi, Tanska) IT-palvelumarkkinan koko on noin 14 miljardia euroa ja lähivuosien kasvuennuste 2-3 % (IDC).

IT-palvelumarkkinan perinteiseen määritelmään kuuluvia osa-alueita ovat esimerkiksi IT-konsultointi, ohjelmistokehityspalvelut, integrointi- ja käyttöönottopalvelut, ulkoistuspalvelut, ohjelmistojen ylläpito- ja tuki sekä IT-infrastruktuuripalvelut. IT-palvelumarkkinan ja sen euromääräisen koon määritelmä on kuitenkin hämärtymässä, kun IT:n rooli on nousemassa digitalisaation myötä konehuoneesta liiketoiminnan ytimeen eri toimialoilla. Siten IT-palveluyhtiöiden toimintakenttä risteää yhä vahvemmin uusien rinnakkaismarkkinoiden kanssa, joita ei ole perinteisesti katsottu kuuluvan IT-markkinoihin (sivu 19). Näitä ovat esimerkiksi strategiakonsultointi, design ja palvelumuotoilu.

Markkinan kasvunäkymät

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

Suomen IT-markkinan kasvuennuste lähivuosille on noin 4 % (Gartner). Markkinan voidaan odottaa kasvavan selvästi yleistä taloutta nopeammin, joskin

makrotalouden tilanne voi vaikuttaa herkästi IT-investointien aktiviteettiin tietyillä palvelualueilla. Etenkin kokeiluluontoisempia uusien digipalveluiden kehitysinvestointeja saatetaan jarruttaa nopeasti, mistä OP Ryhmä antoi sektorille viime vuonna muistutuksen. Liiketoimintakriittisissä sovelluksissa taantumakestävyys on selvästi vahvempaa.

IT-markkina Suomessa on ollut erittäin hyvässä vedossa nyt yli 3 vuoden ajan ja suotuisa markkina on tarjonnut monille sektorin toimijoille voimakkaan kasvun ja erinomaisen kannattavuuden (sivu 24). Edellisestä heikosta jaksosta ei kuitenkaan ole pitkää aikaa. Vuodet 2010-2015 markkina käytännössä polki paikallaan Suomen taloustilanteen takia. Markkinassa nähtiin vuoden 2016 aikana selkeä piristymisen, joka on sen jälkeen kiihtynyt. Taustalla on ollut Suomen talouden piristymisen sekä asiakasorganisaatioiden herääminen digitalisaatioon. IT-yhtiöiden asiakkaat ovat nyt siirtymässä kiihtyvällä tahdilla puheista tekoihin digitalisaatiossa, kun organisaatioissa on alettu ymmärtää mitä digitalisaatio tarkoittaa omalle liiketoiminnalle ja mitä investointeja se edellyttää. Teknologian aiheuttama toimintaympäristöjen muutos on myös tuonut kiireellisyyden tunnetta antamaan vauhtia investoinneille. Tämä on markkinan kasvua ajava trendi, joka todennäköisesti jatkuu vahvana lähivuosina teknologian nopean kehityksen myötä.

Innofactorin kasvu on ollut epäorgaanisesti vahvaa läpi historian. Orgaanisesti kasvu on kuitenkin ollut vaatimatonta viimeiset 4 vuotta. Taustalla ovat olleet lukuisat maakohtaiset ongelmat.

IT-investointien muuttuva luonne jakaa markkinaa

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

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

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

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

IT-palvelumarkkinat 2/5

IT-palvelumarkkinan muutosta 2010-luvulla voidaan havainnollistaa yksinkertaistettuna jakamalla markkina kasvaviin uusiin digitaalisiin palveluihin sekä perinteiseen tietojärjestelmäkehitykseen. Markkinan voidaan arvioida viisi vuotta sitten jakautuneen noin 20/80 % jaolla uusien digitaalisten palveluiden ja perinteisemmän tietojärjestelmäkehityksen välille. Useamman käsityksen mukaan suhdeluku muuttuu modernin arkkitehtuurin myötä ja vastaava jako kääntyy lähivuosina 50/50 % tasolle (sivu 19). Tämä on kuvastanut markkinan historiallista kehitystä, jossa digipalvelut ovat olleet usein yksittäisiä irrallisia pisteratkaisuja ("shadow IT"). Markkinan kahtiajakaminen muuttuu tulevaisuudessa epärelevantiksi, sillä uusia digitaalisia palveluita ei voida käsitellä liiketoiminnan ydinjärjestelmistä erillisenä. Selkeänä trendinä markkinalla onkin nyt nähtävissä IT-ostamisen vakavoituminen, kun asiakasorganisaatioissa on havaittu, että oikotietä digitalisaatioon ei pystytä hankkimaan ostamalla digisovelluksia tietohallinto ohittaen. Organisaatioiden vakiintuneet tietojärjestelmät eivät katoa, vaan niitä on modernisoitava toimimaan alustoina uusille digipalveluille. IT-investoinnit kohdistuvat uusiin toiminnallisuuksiin, joita rakennetaan rajapintaratkaisuilla olemassa olevien järjestelmien päälle.

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

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

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

Markkinan sisäinen jakautuminen ja kehityssuunta

Olemme jakaneet IT-palvelumarkkinan kolmeen eri osioon (sivu 21) seuraavasti:

- 1. Uusien digitaalisten palveluiden markkina**, joka käsittää uusien digitaalisten palveluiden kehityksen (räätelöity ohjelmistokehitys). Tämä on ollut markkinan voimakkaimmin kasvava (arvioimme >20 %) osa-alue, joka on käytännössä syntynyt vasta viimeisen reilun 5 vuoden aikana. Nimekkäitä toimijoita markkinalla ovat muun muassa Reaktor, Futurice, Nitor, Bitfactor ja Vincit, minkä lisäksi suuret IT-generalistit ovat lähteneet panostamaan tälle alueelle myöhässä. Tälle markkinalle ominaista on matala alalle tulon kynnys.
- 2. IT-taustajärjestelmien ja yritysohjelmistojen markkina**, joka käsittää laajasti ERP:n ja siihen liitännäiset järjestelmät kattaen pääasiassa valmisohjelmistojen toimituksen, räätelöinnin, integraation ja ylläpidon. Tällä markkinalla Suomessa tunnettuja toimijoita ovat esimerkiksi Innofactor, Solteq, Digia, Sofigate, eCraft, Bilot sekä erityisesti IT-generalistit (kuten Tieto 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 Tieto, Fujitsu) vahvuus ja alalle tulon kynnys korkea, koska markkina on edellyttänyt skaalaetuja ja investointeja. Pilvimurroksen myötä markkinalla on kuitenkin käynnissä voimakas uusjako, mikä on syntynyt uusia nopeasti kasvavia toimijoita (kuten Nordcloud) ja apajilla ovat myös monet 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.

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

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

IT-palvelumarkkinat 3/5

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

Ylläpito- ja taustajärjestelmäosaaminen tekee paluuta

IT-markkinan kovin kysyntä on jo vuosia ollut uusien digitaalisten palveluiden kehittämisessä sekä isossa kuvassa vielä luonteeltaan melko kokeilevassa ohjelmistokehityksessä. Näkemyksemme mukaan markkinalla ollaan kuitenkin siirtymässä vaiheeseen, jossa uusia digitaalisia palveluita ja niihin liittyvää dataa tulee pystyä integroimaan yhä tiiviimmin asiakkaan taustajärjestelmiin, jotta uusista 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 nähtävissä jo valoa. Myös integraatio- ja dataosaamisen merkitys korostuu.

Osaajien saatavuus rajoittaa markkinan kasvua

IT-markkinan suotuisasta kysyntätilanteesta johtuen viimeisten vuosien aikana markkinan kilpailu on kääntynyt yhä voimakkaammin asiakkaista osaajiin erityisesti ohjelmistokehityksessä. Sektorin yhtiöiden kanssa käymiemme keskustelujen perusteella monien kasvua olennaisesti rajoittaa osaajien saatavuus. Viime aikoina jotkin toimijat ovat kommentoineet osaajakilpailun saaneen jo epäterveitä piirteitä.

Raju osaajakilpailu on viimeisen 5 vuoden aikana korostanut kulttuuria ja rekrytointiosaamista yritysten

kilpailutekijänä. Voittajia tässä trendissä ovat viime vuosina olleet selkeästi pienet ja ketterät toimijat, jotka usein erottuvat kulttuurilla ja organisaatiomallilla. Näitä toimijoita ovat olleet esimerkiksi Vinct, Reaktor, Futurece, Solita ja Gofore. Monet toimijat ovat laajentaneet toimintaansa myös uusiin kaupunkeihin päästäkseen kiinni uusiin rekrytointimarkkinoihin ja alueellinen strategia on ollut myös tärkeä kilpailutekijä.

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

IT-palvelumarkkinan osaajatarjonta on ollut 2010-luvulla verrattain hyvää, kun suuret generalistit (kuten Tieto ja CGI) ovat vähentäneet väkeään ja Nokia-arvoketjun romahdus on tuonut uusia osaajia markkinalle. Nyt monien sektorin toimijoiden kasvua ruokkinut markkinan hyvä osaajatarjonta on normalisoitumassa. Uusia osaajia valmistuu kouluista rajallinen määrä, mikä taas ei riitä tyydyttämään yhtiöiden kasvutavoitteita. Toimialan nopean rakennemuutoksen takia IT-osaajien tarjonta osaamisalueiden puolesta ei myöskään arviomme mukaan ole vastannut markkinan kysynnän tarpeisiin ja markkina kärsii kohtaanto-ongelmasta. Tarve vanhasta teknologiakeskeisestä insinööriosajasta on siirtynyt osaajiin ja IT-yrityksiin, jotka osaavat yhdistää teknologian lisäksi luovuuden ja liiketoimintaymmärryksen. Tämä on IT-palveluyrityksille vaikea kyvykyys rakentaa, sillä niiden kulttuuri ei usein taivu tähän tarpeeseen. Samaan aikaan monet suuret IT-palveluyhtiöt ovat nähneet irtisanomiset tehokkaampana keinona verrattuna henkilöstön uudelleenkouluttamiseen, mikä on vaurioittanut niiden työnantajakuva ja kulttuuria.

Arviomme mukaan IT-markkinalla tullaan siirtymään seuraavaksi ylikorostuneen osaajakilpailun jälkeen vaiheeseen, jossa kilpailullinen fokus ja kilpailuedun lähteet siirtyvät osaajista asiakkaisiin. Osaajakilpailusta

on tullut uusi normaali ja siitä on enää vaikea saada markkinalla selkeää kilpailuetua. Hyvä työnantajakuva on siten nykyään enemmänkin pääsylippu peliin.

Innofactor on kärsinyt viime vuosina voimakkaasta johtoportaan vaihtuvuudesta, joka aiheuttaa epäjatkuvuutta liiketoimintaan. Lisäksi viimeaikoina yhtiön henkilöstö on myös laskenut voimakkaasti, osittain kuitenkin omien tehostamisien ajamana. Nykyisessä tilanteessa jossa yhtiön kannattavuus on heikkoa henkilöstön väheneminen parantaa laskutusasteita ja sen myötä kannattavuutta. Henkilöstön laskun jatkuminen muodostuu kuitenkin pidemmällä aikavälillä ongelmaksi yhtiön tavoitellessa kasvua ja sen ollessa vahvasti sidonnainen henkilöstömäärään.

Kustannusinflaatio ja hinnoitteluympäristö

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

IT-palvelumarkkinat 4/5

Markkinan trendit

Trendit organisaatioiden IT-ostamisessa

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

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

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

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

riippuvaiset toimijat. Hyötyjiä ovat asiakkaat.

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

IT-palvelumarkkinat 5/5

Yrityskaupat ja konsolidaatio

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

Sektorin konsolidaatio jatkunee aktiivisena, mutta omistaja-arvon luonti yrityskaupoilla on arviomme mukaan käymässä haastavaksi johtuen kohonneista arvostuksista. Listattujen IT-palvelusektorin yhtiöiden keskimääräiset markkina-arvot suhteessa liikevaihtoon (EV/Liikevaihto) ovat esimerkiksi kaksinkertaistuneet 5 vuodessa. Kohonnut hinnoittelu on myös valunut listaamattomien puolelle ja viimeisimmissä kaupoissa liikevaihtopohjaiset arvostuskertoimet ovat olleet selkeästi 1x tason yläpuolella (sivu 40). Tulospohjaisissa arvostuksissa nousu ei ole ollut yhtä nopeaa, koska sektorin pienten toimijoiden kannattavuudet ovat olleet usein erittäin hyviä.

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

Myös ulkomaiset toimijat tähyävät ostettavaa

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

Kotimaisten IT-yhtiöiden kansainvälistyminen ja laajentuminen tuoteliiketoimintaan

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

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

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

Markkinan tulevat voittajat näkemyksemme mukaan

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

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

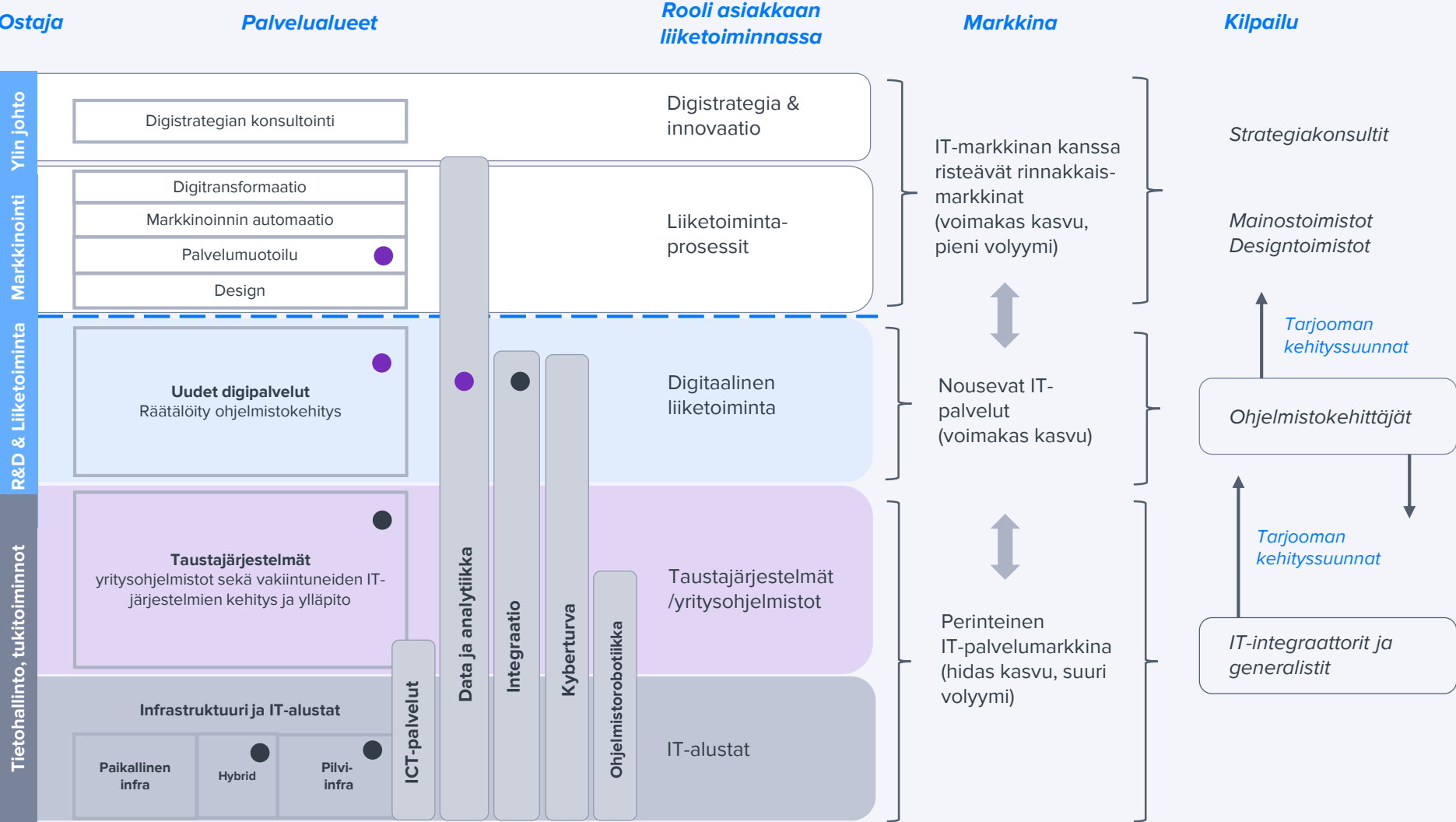
- Vahvojen asiakkuuksien omistajat, joilla on strategisen kumppanin rooli asiakkaissa sekä kyky skaalata toimintaa vahvan alihankkijaverkoston kautta. Alihankkijan roolissa olevat pienet toimijat, jotka ovat pääasiassa keskittyneet asiakkaitaan enemmän osaajakilpailuun, ovat heikoilla makromarkkinan heikentyessä.
- Yritykset, joilla on vahvaa intergraatio- ja taustajärjestelmäosaamista sekä 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, joiden uudistaminen on vaikeaa.
- Yritykset, jotka ratkaisevat osaajien saatavuusongelman. Samasta kotimaisesta IT-osaajajoukosta kilpailu ei ratkaise kasvuhaastetta. Arviomme mukaan voittajia ovat ne, jotka pystyvät kouluttamaan asiakastoimialojensa osaajista myös IT-osaajia.
- Yritykset, jotka säilyttävät selkeän strategisen fokuksen. Useat sektorin yhtiöt kärsivät kasvukivuista, kun niiden pakka on levinnyt nopean laajentumisen seurauksena.

IT-palvelumarkkinan jakautuminen

Innofactorin tarjonta

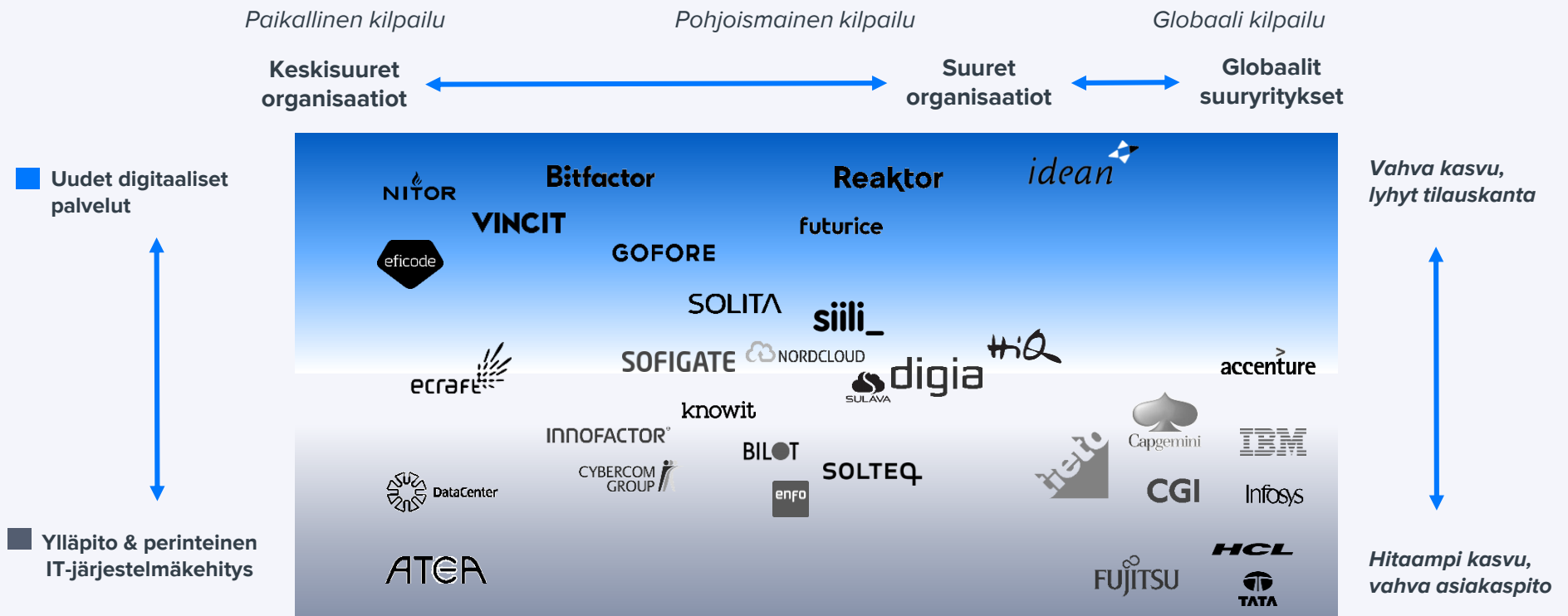
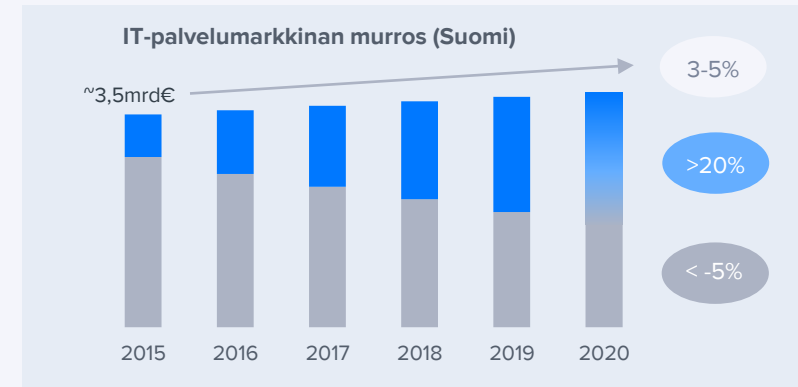
Ydinosaamisalue

Osaamisalue



Markkinat ja arvoketju

IT-yhtiöiden asemoituminen pääasiallisen kohderyhmän ja palvelualueiden mukaan Suomen markkinalla



Microsoft-ratkaisu IT-markkinassa

Microsoftin asema IT-markkinassa on hyvä

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

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

Microsoft on näkymissään ennakoitunut yritysasiakkaissa pilvipalveluiden kysynnän jatkavan kasvua sisältäen Innofactorille tärkeitä tuotealueita. Innofactorin näkökulmasta Azure, Office 365 ja Dynamics 365 ovat tällä hetkellä Microsoftin kärkituotteita. Kärkituotteista Azure on edelleen tärkein, mutta myös pilvipohjainen Dynamics 365 - tuotealue on hyvin kasvava. Innofactor on ottanut ratkaisun laajasti (mukaan lukien ERP) myös itse käyttöön yhtenä ensimmäisenä maailmassa.

Innofactor uskoo myös Microsoftin voimakkaiden tuotekehityspanostusten turvaavan sen tuotteiden kilpailukykyä pitkällä aikavälillä. Microsoft käytti tuotekehitykseen 10-15 miljardia dollaria vuosittain tilikausilla 2012-2018. Tuotekehityspanostusten taso

on huomattavasti korkeampi kuin pääkilpailijoilla. Microsoft on uuden toimitusjohtajansa Satay Nadellan johdolla siirtänyt fokustaan erityisesti digitransformaatioon, pilvialustoihin ja datalähtöiseen liiketoimintaa sekä ratkaisuihin, jotka ovat enemmän yhteensopivia kilpailijoiden ratkaisujen kanssa. Microsoftin keskeisimpiä kilpailijoita eri yritysratkaisujen tuotealueilla ovat muun muassa IBM, Oracle, HewlettPackard, SAP (ERP), Amazon (pilvipalveluissa), Google ja Salesforce.com (CRM).

Microsoft on kärsinyt viime vuosina PC-myyntin heikkoudesta, mutta yhtiön kehitys on ollut hyvää tarkasteltaessa Innofactorin kannalta keskeisiä yritysratkaisujen alueita. Erityisesti Commercial cloud - pilviratkaisujen raportointialueella (mm. Office 365, Windows Azure Dynamics CRM) kasvu on ollut vahvaa ja Microsoftin pilviratkaisujen annualisoitu liikevaihto Q3'19:llä oli jo 35 miljardia euroa verrattuna edellisen vuoden vastaavan ajanjakson 23 miljardiin euroon ja sitä edeltävään 15 miljardiin. Tuotetasolla Azure kasvoi 73 % (93 %), yrityspuolen Office 365 30 % (42 %), Dynamics 365 tuote 43 % (65 %) ja LinkedIn istunnot kasvoivat 24 % (30 %) Q3'19:llä.

Kasvu- %	FY15	FY16	FY17	FY18	Q3'19
Office Commercial tuote & pilvipalvelu	-1 %	1 %	7 %	11 %	12 %
Server tuote & pilvipalvelu	9 %	5 %	14 %	21 %	27 %
Dynamics tuote & pilvipalvelu	12 %	6 %	5 %	13 %	13 %
Yrityspalvelut	7 %	5 %	-2 %	5 %	4 %
Commercial cloud - liikevaihto	106 %	51 %	50 %	56 %	41 %
Office 365 Commercial*	74 %	45 %	31 %	41 %	30 %

Lähde Microsoft, *2015-2017 käyttämääär, 2018-> liikevaihdon kasvu

Ohjelmistoratkaisujen siirtyessä pilveen on pilviratkaisuissa menestyminen keskeistä Microsoftin kilpailukyyn kannalta. Markkinatutkimusyhtiö

Gartnerin eri pilvimurroksen osa-alueiden (BI, IaaS ja CRM) Magic Quadrant -raporteissa Microsoft sijoittuu ainoana toimijana jokaisessa vertailussa edelleen Leaders-lokeroon ja sen asemointi on lähes edellisvuoden tasolla. Gartnerin mukaan pilvi-infrastruktuurin markkina on voimakkaasta kasvustaan huolimatta edelleen hyvin vahvasti keskittymässä muutaman toimijan käsiin, joita ovat erityisesti Microsoft ja AWS (Amazon Web Services). BI ja analytiikka -raportissa Microsoftin ja Tableaun kärkiasemaa lähestyy useampi yhtiö joista eniten nousseet ovat ThoughtSpot ja Tibco Software. CRM-raporttia (Gartner) ei ole päivitetty edellisen laatimamme Innofactorin laajan raportin jälkeen.

Microsoftin kilpailuasema

Gartnerin Magic Quadrant for Business Intelligence and Analytics



Lähde: Gartner (tammikuu 2019)

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



Lähde: Gartner (huhtikuu 2018)

Gartnerin Magic Quadrant for the CRM Customer Engagement Center



Lähde: Gartner (huhtikuu 2018)

Kilpailu 1/2

Kilpailu ja vertailuryhmä

Kilpailijoina IT-generalistit ja erikoistuneet toimijat

Suomen noin 3,5 miljardin euron IT-palvelumarkkina jakautuu suurten kansainvälisten generalistien (mm. Tieto, CGI, Fujitsu, Accenture, CapGemini), noin 20 Innofactorin kaltaisen keskisuurien 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.

Innofactorin kilpailijoita ovat suuret, usein kansainväliset IT-generalistit, keskisuuret IT-palveluyhtiöt sekä tiettyihin ratkaisuihin erikoistuneet pienet toimijat. Generalisteista esimerkkeinä voidaan mainita Tieto, CGI (ent. Logica), Capgemini, Fujitsu ja Accenture (Avanade). Keskisuurista IT-palveluyhtiöistä kilpailijoina voidaan mainita Digia, eCraft, HiQ ja KnowIT. Selkeitä yksittäisiä pääkilpailijoita on kuitenkin vaikea osoittaa kentän pirstaleisuuden vuoksi ja Innofactorin Microsoft-erikoistumisesta johtuen. Yksittäisistä yhtiöistä Innofactor kohtaa useimmiten Tiedon tarjouskilpailuissa. Pienet ohjelmistokehittäjät (kuten Vincit, Reaktor ja Futurice) toimivat pääosin eri palvelualueilla ja näin ollen Innofactor kohtaa niitä harvoin kilpailussa, mutta Siilin kanssa yhtiö on digitaalisen asiakaskokemuksen alueella joissain samoissa kilpailutuksissa. Julkishallinnon puolella yhtiö kohtaa kilpailussa Goforea, joka on avoimeen lähdekoodiin perustuvalla strategialla menestynyt hyvin julkisella sektorilla. Microsoftin erp-ratkaisuissa Suomessa ovat Innofactorin lisäksi vahvoilla myös Digia ja eCraft. Microsoftin pilvipohjaisissa ratkaisuissa ja etenkin Office365-alueella yhtiön kilpailija on

nopeasti kasvanut Sulava.

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

Hyvästä markkinakysynnästä huolimatta Innofactor kärsi erityisesti viime vuoden alkupuolella todella heikosta myynnistä ja kilpailu oli erityisesti kovaa julkishallinnon tarjouskilpailuissa. Viimeisen noin puolen vuoden aikana yhtiön myynti on kuitenkin onnistunut tuottamaan hyvin hankkeita tilauskantaan.

Perinteisten toimijoiden erottautumiskijät

IT-generalistien vahvuutena kilpailussa on mittavat resurssit ja laaja tarjooma, joita tukee usein offshore-tuotanto ja sen kustannustehokkuus. 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.

Uusien toimijoiden erottautumiskijät

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

Kilpailu 2/2

Vertailuryhmän kasvu ja kannattavuus

Tarkastelemme sivun 24 kuviossa listattujen sekä listaamattomien suomalaisten ja muiden Pohjoismaisten IT-palveluyhtiöiden kasvua ja kannattavuutta.

Vertailuryhmän kasvu vuositason 2015-2018 on ollut keskimäärin 18 %, mitä selittää markkinan kasvu, monien pienten toimijoiden nopea kasvu sekä useiden toimijoiden yrityskaupat. Voimakkaimmin kasvaneet yhtiöt ovat pääasiassa laajentuneet yritystoin (erityisesti Solteq ja Innofactor), mutta joukossa on myös vahvoja orgaanisia kasvujia (Vincit, Solita, Futurice, Gofore, Reaktor ja Siili).

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

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

Kannattavuuden osalta vertailujoukon keskiarvo on 11 % käyttökatteella (EBITDA-%) mitattuna vuositason 2014-2018. Innofactorin kannattavuus on ollut kyseisellä ajanjaksolla ja erityisesti edellisenä kahtena vuonna selvästi sektoria heikompi. Yhtiöt ovat keskimäärin kannattavuudeltaan terveellä tasolla. IT-palveluiden toimialalla yli 10:n % EBITDA-tasoa voidaan pitää hyvänä kannattavuustasona. Yksinumeroisiin kannattavuustasoihin yhtiöiden ei pitäisi olla tyytyväisiä. Suuret generalistit Tieto ja CGI ovat tehneet hyvää kannattavuutta hitaasta kasvusta huolimatta, mikä perustuu niiden vahvaan markkina-asemaan ja ohjelmistoliiketoimintaan.

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

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

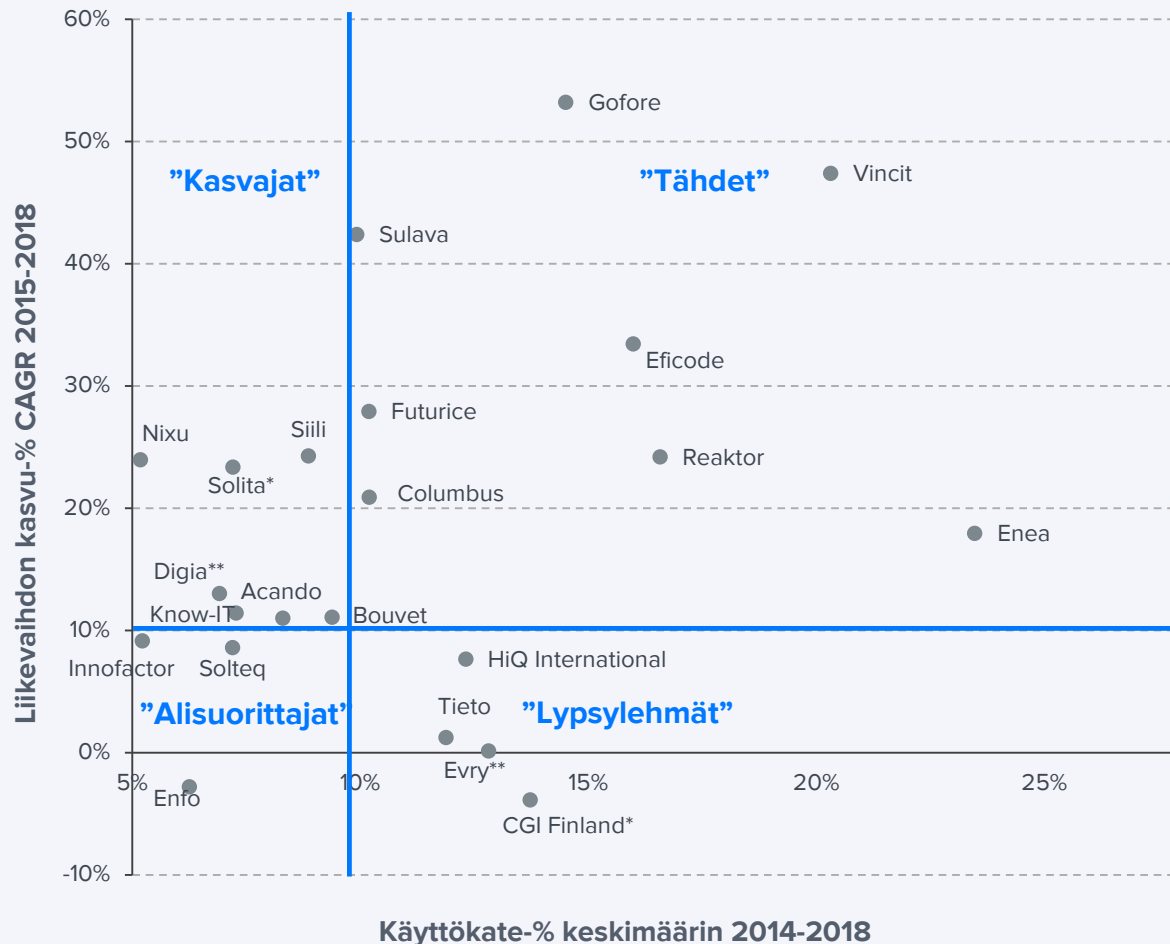
IT-konsulttisektorin uhkakuvat

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

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

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

Kilpailukentän kehitys



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.

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

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

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

Lähde: Inderes, yhtiöt ja Asiakastieto

*2014-2017 ja **2015-2018

Luvut ennen IFRS16-muutoksia

Strategia 1/3

Pohjoismainen Microsoft-osaaja

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

Omilla ohjelmistoilla ja tuotteistuksella kilpailuetua ja skaalautuvuutta

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

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

Omilla Microsoft-teknologioiden ja -alustojen päälle rakennetuilla tuotteilla Innofactor rakentaa liiketoiminnalleen jatkuvuutta, kilpailuetua ja skaalautuvuutta. Tämä on keskeinen ajuri, millä yhtiö pyrkii parantamaan kannattavuuttaan kohti tavoiteltua 20 %:n käyttökatetasoa. Näin yhtiö saa

vähennettyä liiketoimintamallin riippuvuutta heikommin skaalautuvasta asiantuntijatyöstä, mikä oikeuttaisi yhtiön osakkeelle myös korkeamman suhteellisen arvostustason.

Pohjoismaisen Microsoft-talon perustan rakentaminen jatkuu vielä kuluvin vuoden

Innofactor saavutti syksyn 2016 Lumagate-kaupan myötä visionsa mukaisen Microsoft-pohjaisten ratkaisujen ykköstoimittajan aseman Pohjoismaissa. Näin ollen yhtiön strategia siirtyi seuraavan vaiheeseen. Vuosina 2017-2020 Innofactor pyrkii ensisijaisesti yhtenäistämään tarjontansa Pohjoismaissa valitsemillaan osa-alueilla. Yritysosotot voivat tulevaisuudessa olla osa kasvua, mutta yritysjärjestelyiden suhteellinen osuus kasvusta pienenee ja emme odota yritysostoja vuonna 2019.

Yhtiön fokus on yhä Pohjoismaissa tehtyjen yrityskauppojen integroinnissa, pohjoismaisen organisaation rakentamisessa sekä tehokkuudessa, minkä pitäisi alkaa asteittain parantaa yhtiön kannattavuutta nykyiseltä todella heikolta tasolta. Strategian onnistuminen ei ole enää vahvasti hyvien yrityskaupakohteiden löytymisestä kiinni, vaan se riippuu enemmän yhtiön kyvystä saada yrityskaupoilla rakennettu kansainvälinen toimija yhtenäiseksi, tehokkaaksi kokonaisuudeksi. Yhtiö pyrkii välttämään jäämistä liian siilomaiseksi organisaatioksi, jossa maayksiköt ovat itsenäisiä irrallisia yhtiöitä eikä synergioita saada hyödynnettyä. Viime vuoden lopulla yhtiö siirtyi kevyempään itseohjautuvaan organisaatiorakenteeseen, mikä mielestämme vastaa IT-markkinan trendejä. Muutoksessa organisaatiotasoa karsittiin ja esimiesten määrää

vähennettiin Suomessa, sillä historiallisena haasteena oli liian raskas ja kallis organisaatiorakenne.

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

Viime vuosi oli Innofactorin strategian implementoinnin kannalta jo toinen välivuosi. Yhtiöllä ilmeni jatkuvia ongelmia myynnin kanssa, organisaation johdossa vaihtui jälleen useampia henkilöitä ja henkilöstömäärä laski osin tehostamisen seurauksena. Lisäksi viime vuoden lopulla Tanskassa alkaneet ongelmat ovat edelleen jatkuneet ja Q1'19:llä ilmeni uusia ongelmia Ruotsissa, joten yhtiö ei ole arviomme mukaan vielä täysin selvillä vesillä ja huolena on uusien ongelmien pintautuminen. Positiivisiakin merkkejä käänteestä on vuoden 2019 alkupuolella kuitenkin myös nähty. Etenkin myyntiorganisaation uudistuminen näyttää tuottavan hyviä tuloksia. Yhtiön kustannusrakenne ja organisaation tehokkuus ovat myös kehittymässä parempaan suuntaan.

Strategia 2/3

Taloudelliset tavoitteet

Innofactor julkisti vajaa kolme vuotta sitten uuden strategian yhteydessä uudet kunnianhimoiset taloudelliset tavoitteet. Ensimmäisen vuoden haasteiden myötä yhtiö kuitenkin lykkäsi tavoitteiden saavuttamisen aikataulua. Yhtiö tavoittelee 20 %:n kasvua ja 20 %:n käyttökateä pitkällä aikavälillä. Lähivuosina yhtiö tavoittelee vähintään markkinan kasvua (vuonna 2019 3-5 %). Yhtiö pyrkii osinkopolitiikan mukaan maksamaan osinkona yli 10 %:n käyttökate-% tason ylittävän osuuden.

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

- Keskittyminen toimialoihin ja asiakassegmentteihin, joissa on suurin kasvupotentiaali ja skaalautuvuus muihin pohjoismaihin
- Tehostaa tuotteiden ja palveluiden myyntiä
- Digitaalisilla markkinointipanostuksilla ja paremmilla myynnin kyvykkyyksillä tehostetaan myyntiä
- Keskittyminen osaamisen hallintaan, rekrytointiin ja resurssoinnin optimointiin pohjoismaisella tasolla

Yhtiön historiallinen kasvu on ollut vahvasti yrityskauppavetoista. Arvioimme yhtiön kasvaneen keskimäärin 22 % vuosina 2011-2018, josta arviolta 16 %-yksikköä on yrityskauppavetoista. Innofactorin 20 %:n orgaanisen kasvun tavoite on kunnianhimoinen, erityisesti nykyisessä haastavassa

rekrytointimarkkinassa. Lisäksi kasvutavoite vaatii vahvaa työnantajaimagoa, mikä on haastavampaa yhtiön heikon kehityksen ja tehostamiskierrosten jälkeen. Emme odota Innofactorin yltävän sen tavoittelevaan 20 %:n orgaanisen kasvuun, mutta uskomme yhtiön pystyvän kiihdyttämään kasvua hieman lähivuosina IT-palvelumarkkinan suotuisan kysynnän ajamana.

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

- Siirtää tarjoomaa ja liikevaihdon painopistettä vahvemmin omiin tuotteisiin ja palveluihin
- Kehittää omaa henkilöstöä, jotta asiakkaat ovat valmiita maksamaan korkeamman hinnan
- Siirtyä itseohjautuviin tiimeihin ja vähentää organisaatiotasoja
- Parantaa laskutusastetta turhan työn tai ei-laskutettavan työn minimoimisella

Näkemyksemme mukaan Innofactorin pääseminen kannattavuustavoitteeseen edellyttää yhtiöltä vahvaa onnistumista maiden välisten synergioiden realisoinnissa, tuotteistuksessa, omissa ohjelmistotuotteissa ja myynnissä. Tätä ei vielä ole näköpiirissä ja odotamme yhtiöltä edelleen näyttöjä tämän suhteen. Yhtiön EBITDA-%:n tavoite tarkoittaisi kannattavuuden yli kaksinkertaistumista yhtiön historialliselta tasolta. Toimialan keskimääräiset EBITDA-%:t liikkuvat yli 10 %:ssa ja parhailla toimijoilla 20 %:n tasolla. Innofactorin tavoite heijastelee enemmän ohjelmistoyhtiön kuin palveluyhtiön kannattavuusprofiilia.

Yhtiö on kasvanut vahvasti yrityskauppojen vetämänä

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

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

Strategia 3/3

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

Viimeisimmät yrityskaupat

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

Joulukuussa 2015 Innofactor ilmoitti ostavansa ruotsalaisen Cinterosin, joka konsolidoitiin yhtiöön 1.1.2016 alkaen. Cinterosin tilikauden 2015 liikevaihdon arvioidaan olleen noin 11 MEUR ja käyttökatteen noin 9 %. Yhtiö oli vahvassa kasvussa. Cinterosin kauppahinta vastasi arvioimme mukaan noin 0,7 EV/Liikevaihto -kerrointa ja oli näin ollen edullinen. Yhtiön kehitys oli arvioimme mukaan hyvää aina vuoteen 2017 asti, jolloin johdon earn-out loppui. Ruotsin maajohtaja vaihtui vuoden 2018 alussa. Viime vuonna arvioimme liikevaihdon laskeneen myös Cinteroksen osalta (Ruotsi noin -10 %).

Vuoden 2016 lokakuussa Innofactor toteutti Lumagate-yrityskaupan. Lumagate-kaupalla Innofactor vahvisti asemiaan Pohjoismaissa ja sai läsnäolon myös Norjaan, mikä oli aikaisemmin Innofactorille tärkeä strateginen tavoite. Lumagaten kaupantekohetkellä arvioiduilla 2016 luvuilla liikevaihdon olisi pitänyt olla 11 MEUR (toteuma jäi selvästi alemmaksi) ja EBITDA-%:n 7 %. Lumagaten Q4'16 konsolidoitu tulos jäi kuitenkin selvästi ennusteesta ja tämän myötä lisäkauppahinta aleni 3,7 MEUR:lla. Lisäkauppahinnan laskulla maksimikauppahinta laski 6,8 MEUR:oon. Kaupan EV/liikevaihto -kerroin oli siten enintään 0,7x ja maltillinen. Lumagate -kauppa ei siis lähtenyt odotetusti liikkeelle, mutta tämä kompensoitui osittain lisäkauppahinnan alentumisena.

Yrityskauppojen merkitys pienenee jatkossa

Innofactor keskittyy nykyisessä strategiavaiheessaan todennäköisesti kooltaan hieman pienempiin yrityksiin, joiden avulla yhtiö pyrkii laajentamaan tarjontansa kattavuutta maakohtaisesti sekä hankkimaan pilvipohjaista tuote- ja palveluliiketoimintaa. Siten yritysostojen painoarvo pienenee. Maakohtaisesti pidämme todennäköisempänä, että yhtiö vahvistaisi Tanskan tai Norjan markkina-asemaa. Lyhyellä aikavälillä yhtiöltä ei kuitenkaan kannata odottaa yrityskauppoja.

Kilpailuina Microsoft-osaaminen ja omat ohjelmistot

Innofactorin keskeisin kilpailuetu syntyy näkemyksemme mukaan edelleen keskittymisestä

ja erikoistumisesta Microsoft-ratkaisuihin. Kilpailuetua yritysostojen toteuttamiseen taas luo yhtiön kokemus yritysjärjestelyistä sekä pörssilistauksen mahdollistama pääomakanava.

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

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

Innofactorin strategian yhteenveto

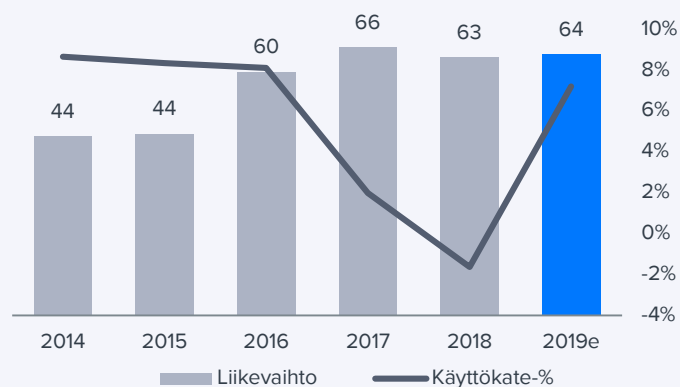


Strategian asemoituminen

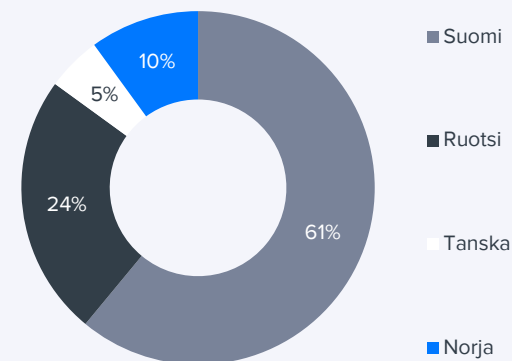
	Ohjelmistokehittäjät (kuten Vincit)	Innofactor	IT-generalistit (kuten Tieto)
Asiakassegmentit	Pienet ja keskisuuret, suurimmissa alihankkija / pistemäinen ratkaisutoimittaja	Keskisuuret yritykset, julkishallinto ja kolmas sektori (keskisuuret organisaatiot)	Suuryritykset ja julkinen sektori
Maantieteellinen	Suomi + hajanaista kansainvälistymistä	Pohjoismaat	Pohjoismaat (+globaali organisaatio)
Ratkaisualueet	Räätälöity ohjelmistokehitys, teknologiariippumaton	Microsoft-teknologiat laajalla tarjoomalla, omat ohjelmistotuotteet	End-to-end, omat ohjelmistotuotteet
Vahvuudet	Osaajakilpailu Ketteryys Muutosnopeus Matala organisaatiomalli Asemoituminen kasvaville alueille Ei olennaisia projektiriskejä	Microsoft-osaaminen Laaja tarjonta Tuotteistus ja jatkuvat palvelut Vakiintunut asiakaskunta	Offshore/nearshore -kyvykkyudet Globaali toimituskyvykkyys Laajin tarjooma Vahva asiakaspito
Heikkoudet	Resurssivuokraajan rooliin jääminen Ylläpitokyvykkyudet Kyky toimittaa kokonaisratkaisuja	Hinnoitteluvoima Legacy-ratkaisut	Tarve jatkuvaan uudistumiseen ja legacy-liiketoiminta Muutosnopeus Raskas organisaatio
Kasvu ja kannattavuus tällä hetkellä	Voimakas kasvu nykymarkkinassa Erinomainen kannattavuus nykymarkkinassa	Maltillinen orgaaninen kasvu Yrityskaupat kasvuajurina Heikko kannattavuus	Maltillinen orgaaninen kasvu Kasvu yrityskaupoin Hyvä kannattavuus
Liiketoimintamalli	Resurssitoimittaja asiakkaan projekteihin	Konsultointi, integraattori, ylläpito, omia ohjelmistoja	Integraattori, vahva ylläpitokanta, omia ohjelmistoja

Historiallinen kehitys

Liikevaihdon ja kannattavuuden kehitys



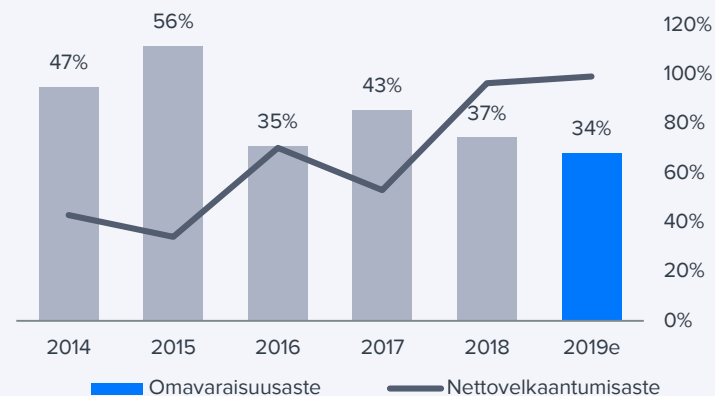
Liikevaihto maittain, Q1'19



Innofactorin tase, Q1'19



Taseen avainlukujen kehitys



Ennusteet ja arvonnääritys 1/3

Ennustemme sisältävät liikevaihdon ja erityisesti kannattavuuden käänteen

Innofactor odottaa vuoden 2019 liikevaihdon kasvavan vuodesta 2018, jolloin liikevaihto oli 63,1 MEUR. Yhtiö tarkensi kesäkuussa käyttökate-ohjeistustaan ja odottaa käyttökateen (EBITDA) kasvavan 4-6 MEUR:oon (aik. kasvavan vuoden 2018 -1,0 MEUR:sta). Q1'19:llä saimme yhtiöltä ensimmäiset merkit tulostänteestä, vaikka odotuksiamme lievemmin. Q1:n liikevaihdon lasku loiveni Q4:n hyvän tilauskannan (+40 % v/v) ajamana ja oli -2 % (Q4'18 -7 %). Liikevaihdon laskun loivenemisen myötä myös käyttökatemarginaali parani 5 %:iin (Q1'18: 2 % ja Q4'18: -6 %)

Liikevaihdon osalta yhtiön on edelleen parannettava, jotta loppuvuonna päästään kasvu-uralle. Pidämme liikevaihdon paluuta kasvu-uralle todennäköisenä johtuen Q1:n hyvästä tilauskannan kehityksestä (41 MEUR / +85 %). Tilauskanta on osin monivuotista ja painottuu vaihtelevasti eri osa-alueille (Dynasty-tuotteella vahva tilauskanta), joten se ei suoraan heijastu rajuna kasvuna ja olennaista on myös yhtiön kyky toimittaa tilaukset (henkilöstö -10 % edellisvuodesta). Odotamme liikevaihdon kasvavan 1 %:n 63,9 MEUR:oon vuonna 2019.

Pidämme käyttökateen kasvattamista vuodesta 2018 yhtiölle helppona, koska tehostamistoimet tukevat 2,4 MEUR:lla, IFRS-16 1,2 MEUR:lla ja H2 on kausiluonteisesti vahvempi. Ennustemme käyttökateen osalta on 4,9 MEUR:ssa (haarukka 4-6 MEUR). Ennustamme käyttökatemarginaalin parantuvan vuoden mittaan ja olevan 8 %, 8 % ja

10 % Q2-Q4 (Q1'19 5 %) liikevaihdon kehityksen ajamana. Odotamme IFRS3-poistojen olevan 0,5 MEUR:n kvartaalitasolla. Oikaistun osakekohtaisen tuloksen arvioimme nousevan 0,06 euroon viime vuoden -0,07 eurosta.

Epävarmuutta ennusteissa pitää edelleen koholla haasteet Tanskan (5 % liikevaihdosta) markkinalla ja nyt myös Ruotsin (24 % liikevaihdosta) tilanne aiheuttaa huolia heikon kehityksen ja vaihtuvuuden takia. Molempien maiden maajohtajat jättivät yhtiön ja Innofactorin toimitusjohtaja Sami Ensio otti Ruotsin maajohtajan tehtävät hoitaakseen. Tanskan ongelmat olivat tiedossa jo aiemmin ja korjaustoimenpiteet selkeät, kun taas Ruotsin vaikeudet tulivat yllätyksenä ja tilanne näyttää tällä hetkellä epäselvältä. Yhtiön tavoitteena on saada Ruotsin ja Tanskan liikevaihto käännettyä kasvuun viimeistään vuoden 2019 viimeisellä vuosineljänneksellä. Riskinä on, että kohtalaisen merkittävää osuutta edustavassa Ruotsissa pintaautuneet ongelmat jarruttavat nyt muutoin etenevää käännettä.

Keskipitkän ja pitkän aikavälin ennusteet

Arvioimme Innofactorin yltävän nykyrakenteella 2-3 %:n orgaaniseen vuotuiseseen kasvuun sekä 8 %:n EBITDA-marginaaliin vuosina 2020-2022. Ennustemme ovat yhtiön lähivuosina tavoittelevan vähintään markkinan kasvun (vuonna 2019 3-5 %) haarukan alalaidassa tai alle. Huomioiden yhtiön vasta alkumetreillä oleva käänne ja uudet epävarmuudet pidämme liikevaihdon ennusteet maltillisina. Kannattavuusennustemme olettaa käytännössä

sektorin heikommin kannattavien yhtiöiden tasoa (sektorin keskimääräinen 2013-2018 EBITDA-% 11,5 %). Yhtiöllä pitäisi olla hyvät edellytykset sektorin kannattavuustasoon, mutta pidämme ennustemme vielä toistaiseksi konservatiivisena johtuen viime vuosien heikosta kehityksestä kannattavuudessa.

Ennustamme yhtiön IFRS3-poistoista oikaistun osakekohtainen tuloksen olevan 0,06 euroa vuosina 2020-2022. Heikon kannattavuuden ja osinkopolitiikan myötä emme odota yhtiöltä osinkoja tulevina vuosina. Yhtiön on käytettävä tulorahoitusta myös taseen vahvistamiseen johtuen korkeahkosta velkavivusta.

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

Vuoden 2022 jälkeen ennustamme Innofactorin liikevaihdon asteittain hiipuvan kohti 1,5 %:ia ikuisuusoletuksessa. Samalla odotamme kannattavuuden asteittain laskevan kohti 6 %:n EBITDA-% ikuisuusoletuksessa. Näin ollen yhtiö jää ennusteessamme selvästi 20 %:n orgaanisen kasvun ja 20 %:n käyttökatemarginaalin tavoitteesta myös pitkällä aikavälillä. Selkeästi tavoitetason alapuolelle jääminen ei kuitenkaan ole osakkeen kannalta negatiivista, sillä markkinat eivät hinnoitele yhtiölle olennaista tulospaannusta.

Kvartaaliennusteet

Tuloslaskelma	2017	Q1'18	Q2'18	Q3'18	Q4'18	2018	Q1'19	Q2'19e	Q3'19e	Q4'19e	2019e	2020e	2021e	2022e
Liikevaihto	65,7	16,5	17,0	13,8	15,9	63,1	16,1	17,0	14,1	16,6	63,9	65,1	66,8	68,8
Käyttökate	1,3	0,3	0,0	-0,5	-0,9	-1,0	0,9	1,3	1,1	1,6	4,9	4,9	5,1	5,3
Poistot ja arvonalennukset	-2,8	-0,7	-0,7	-0,7	-0,8	-2,8	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0	-4,0	-3,7	-3,6	-2,8
Liikevoitto ilman kertaeriä	0,6	0,1	-0,1	-0,7	-1,1	-1,8	0,4	0,8	0,5	1,0	2,7	2,9	3,1	3,3
Liikevoitto	-1,5	-0,4	-0,6	-1,2	-1,7	-3,9	-0,1	0,3	0,1	0,6	0,9	1,2	1,5	2,5
Nettorahoituskulut	-0,1	-0,1	-0,2	0,0	0,4	0,1	-0,1	-0,2	-0,2	-0,2	-0,7	-0,7	-0,7	-0,6
Tulos ennen veroja	-1,6	-0,5	-0,8	-1,2	-1,3	-3,8	-0,2	0,1	-0,1	0,4	0,2	0,5	0,9	1,9
Verot	0,3	0,1	0,2	0,2	0,1	0,6	0,1	0,0	0,0	-0,1	0,0	-0,1	-0,2	-0,4
Vähemmistöosuudet	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettotulos	-1,3	-0,4	-0,6	-1,0	-1,2	-3,2	-0,1	0,1	-0,1	0,3	0,2	0,4	0,7	1,5
EPS (oikaistu)	0,01	0,00	-0,01	-0,02	-0,05	-0,07	0,01	0,01	0,01	0,02	0,06	0,06	0,06	0,06
EPS (raportoitu)	-0,04	-0,01	-0,02	-0,03	-0,03	-0,09	0,00	0,00	0,00	0,01	0,01	0,01	0,02	0,04
Tunnusluvut	2017	Q1'18	Q2'18	Q3'18	Q4'18	2018	Q1'19	Q2'19e	Q3'19e	Q4'19e	2019e	2020e	2021e	2022e
Liikevaihdon kasvu-%	10,1 %	-4,5 %	-0,8 %	-2,5 %	-7,3 %	-3,8 %	-2,0 %	0,0 %	2,4 %	4,4 %	1,1 %	2,0 %	2,5 %	3,0 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	-86,6 %	-91 %	-130 %	-14 %	-486 %	-425 %	524 %	-717 %	-169 %	-195 %	-246 %	8 %	6,1 %	7,5 %
Käyttökate-%	2,0 %	2,1 %	0,2 %	-3,6 %	-5,7 %	-1,6 %	5,4 %	7,8 %	7,6 %	9,5 %	7,6 %	7,6 %	7,7 %	7,7 %
Oikaistu liikevoitto-%	0,9 %	0,4 %	-0,7 %	-5,3 %	-6,7 %	-2,9 %	2,6 %	4,5 %	3,6 %	6,1 %	4,2 %	4,4 %	4,6 %	4,8 %
Nettotulos-%	-1,9 %	-2,3 %	-3,7 %	-7,0 %	-7,6 %	-5,0 %	-0,5 %	0,6 %	-0,7 %	1,8 %	0,3 %	0,6 %	1,1 %	2,2 %

Lähde: Inderes

Ennusteet ja arvonmääritys 2/3

Sijoitusnäkemys

Osakemarkkinoiden luottamus Innofactoriin on ollut todella heikkoa viimeisen parin vuoden pettymysten ja heikon tulostuksen myötä. Yhtiön suhteellisen korkean velkavivun takia pienetkin muutokset näkymissä vaikuttavat osakkeeseen edelleen suhteellisen rajusti.

Yhtiön on todistettava operatiivisen käänteen voimistuminen, ennen kuin näemme osakkeessa nousuvaraa. Osakkeen arvoajurit olemme jakaneet lyhyelle (1-3) ja pitkälle (4-5) aikavälille. Keskeiset arvoajurit ovat seuraavat:

- 1) Yhtiön kyky nostaa kannattavuus kestävästi paremmalle tasolle.
- 2) Yhtiön kyky saada kaikki maat vähintään IT-palvelumarkkinan tasoiseen, 3-5 %:n orgaaniseen kasvuvauhtiin.
- 3) Sijoittajien luottamuksen palauttaminen useammalla positiivisen kvartaalin kehityksellä
- 4) Yhtiön kyky sitoa yrityskauppojen jälkeen organisaatio nyt yhdeksi kokonaisuudeksi yhtenäisellä tarjoomalla, jolloin synergiat maiden välillä saadaan realisoitua.
- 5) Yhtiölle hyväksyttävän arvostustason nousu erityisesti liiketoiminnan painopisteen siirtyessä tuoteliiketoimintaan strategian tavoitteiden mukaisesti.

Innofactorilla on sen liiketoiminnassa huomattavasti enemmän jatkuvuutta ja skaalautuvuutta kuin monilla projektiliiketoimintaa tekeillä verrokkiyhtiöillä. Jatkuvuus nousee korkeampaan arvoon nykyisessä kiristyneessä

osaajamarkkinatilanteessa

Yhtiön historiallisten pettymysten takia nyt tarvitaan kovia näyttöjä onnistumisista ja haasteita yhtiöllä on yhä ratkottavana.

Keskeiset riskit ovat mielestämme seuraavat:

- Suurimpana lyhyen aikavälin riskinä näemme operatiivisen käänteen pitkittymisen, jossa kriittisin tekijä on Ruotsin ja Tanskan ongelmien korjaaminen.
- Rahoitusrakenteen heikentyminen (tase ei kestä pitkään viime vuoden tasoista tulostuntoa)
- Uusien haasteiden ilmaantuminen. Historiassa yhtiöllä on usein ilmaantunut uusia yllättäviä merkittäviä haasteita, kun aikaisemmat ovat saatu selvitettyä.
- Yhtiön onnistuminen pohjoismaisen organisaation rakentamisessa. Edellisen kahden vuoden aikana riskit ovat realisoituneet ja rakentaminen on pitkittynyt.
- Uusissa yrityskaupoissa integraation epäonnistuminen. Yhtiöllä on haasteita useissa integraatioissa.
- Microsoftin markkina-aseman heikentyminen IT-markkinassa yritysratkaisuisissa. Microsoftin markkina-asema on edelleen vahva, mutta IT-markkina kehittyä ja muuttuu nopeasti.
- IT-markkinan suotuisan syklin kääntyminen, mikä edellyttäisi makrotalouden käännettä heikompaan. Tästä ei ole myöskään nyt merkkejä.

Arvostuskertoimet

Innofactoria on viime vuosina hinnoiteltu melko matalilla arvostuskertoimilla johtuen useammasta pettymyksestä ja näistä seuranneesta heikommasta luottamuksesta yhtiöön.

Alkuvuoden pienen parannuksen myötä yhtiön arvostus on noussut merkittävästi ja osakekurssi hinnoittelee näkemyksemme mukaan käännettä jo pitkälle. Korkeahko arvostus, yhtiön edelleen ratkottavana olevat ongelmat ja korkea velkavipu huomioiden seuraamme kehitystä edelleen sivusta.

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

Ennusteillamme Innofactorin tämän ja ensi vuoden oikaistut P/E-luvut ovat 13x, mikä ei ole houkutteleva arvostustaso absoluuttisesti, yhtiön käänteen epävarmuus ja verrokkien arvostus huomioiden. P/E-luvut on oikaistu yrityskauppojen kirjanpidollisista IFRS3-poistoista. EV/EBIT-kertoimet ovat 17x ja 15x, mitkä ovat absoluuttisesti haastavia ja selvästi yli vertailuryhmän. Yhtiön hinnoittelu vertailuryhmään nähden on EV/EBIT-kertoimen näkökulmasta huomattavasti korkeampi, mikä heijastelee yhtiön vivutettua pääomarakennetta.

Ennusteet ja arvonnääritys 3/3

Näkemyksemme mukaan osakkeelle voidaan hyväksyä hieman "normaalia" korkeampi P/E-taso johtuen yhtiön korkeista verosaamisista ja siitä, etteivät verokulut ole yhtiölle rahavirtavaikutteisia. Verosaamisten kirjanpitoarvo on tällä hetkellä 5,6 MEUR, mikä vastaa noin 0,15 euron osakekohtaista arvoa. Jos tämän verosaamisen nykyarvo hinnoiteltaisiin esimerkiksi konservatiivisesti puoleen kirjanpitoarvosta, voitaisiin osakkeelle hyväksyä nyt reilu 10 % korkeammat arvostuskertoimet.

Näkemyksemme mukaan osakkeelle voidaan hyväksyä hieman "normaalia" korkeampi EV-pohjainen arvostus johtuen yhtiön IFRS-16 poistojen ajoituksesta ja verosaamisten arvostuksesta. EV-pohjaista arvostusta verrattaessa on Innofactorin kertoimet arviomme mukaan kuluvana vuonna suhteellisesti noin 5 % verrokkeja korkeammat johtuen IFRS-16 painotuksesta. Innofactorilla on ainoastaan yksi vastikään uusittu vuokravastuu, mistä johtuen yhtiön vuokravastuut ovat keskimääräistä tasoa korkeammalla vuokra-ajan (5v) alkupuolella. Vastaavasti vuokravastuut ovat keskimääräistä matalampia vuokraajan loppupuolella. Lisäksi jos verosaamisten nykyarvo hinnoiteltaisiin konservatiivisesti puoleen kirjanpitoarvosta, voitaisiin osakkeelle hyväksyä nyt reilut 5 % korkeammat arvostuskertoimet.

Vertailuryhmä

Näkemyksemme mukaan Innofactor tulee asemoida edelleen ensisijaisesti käännetyhtiöksi. Liiketoimintarakennetta tarkastellessa Innofactorilla on projektityön lisäksi myös jonkin verran omaa skaalautuvaa

ohjelmistoliiketoimintaa. Yhtiötä ei kuitenkaan tule rinnastaa puhtaisiin ohjelmistoyhtiöihin. Vertailuryhmämme koostuu Pohjoismaisista IT-palveluyhtiöistä, joista osalla on myös omaa ohjelmistoliiketoimintaa. Yhtiölle on löydettävissä hyvä pohjoismainen vertailuryhmä, mihin arvostusta voidaan peilata ja tukea. Tarkemmin Innofactoria voidaan tällä hetkellä verrata myös sektorin IT-murroksesta kärsineisiin tuloksellisiin alisuorittajiin, joilla tuloskäännä on kuitenkin jo pidemmällä.

Yleisesti pidämme IT-palveluyhtiöitä edelleen houkuttelevana sektorina omistaa johtuen alan vahvoista kysyntäfundamenteista lähivuosille. IT-palvelusektorin arvostustasot ovat kuitenkin nousseet viimeisen parin vuoden aikana selvästi piristyneen kysyntänäkymän sekä yrityskauppojen vetämänä. Lisäksi viime aikoina kiristynyt osajakilpailu on nostanut tummia pilviä kasvun ja kannattavuuden kehityksen suhteen. Yhtiöiden välisten erojen hajonta on kuitenkin edelleen suhteellisen suurta ja kuvastaa näkemyksemme mukaan yhtiöiden eri strategioita ja niiden implementointien eri vaiheita. IT-markkinan murroksesta kärsineitä yhtiöitä tai heikomman tuloksen yhtiöitä (kuten Innofactor, Digia ja Solteq) on hinnoiteltu selvästi muuta joukkoa alemmin ja alle 1x EV/liikevaihto -kertoimen tasolle. Näiden yhtiöiden jatkuvan liiketoiminnan tuomat vahvuudet nousevat kuitenkin nykyisessä kireässä oasajamarkkinassa vahvemmin esille. Vastaavasti esimerkiksi Vincitin, Goforen ja HiQ:n suhteelliset arvostukset ovat huomattavasti korkeammalla jopa noin 1,3x EV/liikevaihto -kertoimen tasolla, joka kuvaa yhtiöiden parempaa kannattavuutta ja kasvua sekä voimakasta tuloskasvua, jonka

kestävyys on kuitenkin entistä haastavampaa nykyisessä markkinaympäristössä.

Innofactorin hinnoittelu asettuu tulokertoimia tarkastellessa kokonaisuudessaan sektorin kalliimpaan päähän. Innofactoria hinnoitellaan hieman alle IT-palvelusektorin vuoden 2019 P/E-luvulla. EV/EBIT-kertoimen näkökulmasta arvostus on kuitenkin selvästi kalliimpi molempiin vertailuryhmiin verrattessa, vaikka IFRS-16 painotus (5 %) ja verosaamiset (5 %) huomioidaan. EV/Liikevaihto -kertoimen osalta yhtiön hinnoittelu on taas selvästi vertailuryhmän tasoa alempi, mikä heijastelee yhtiön verrokkeja selvästi heikompaa kannattavuutta.

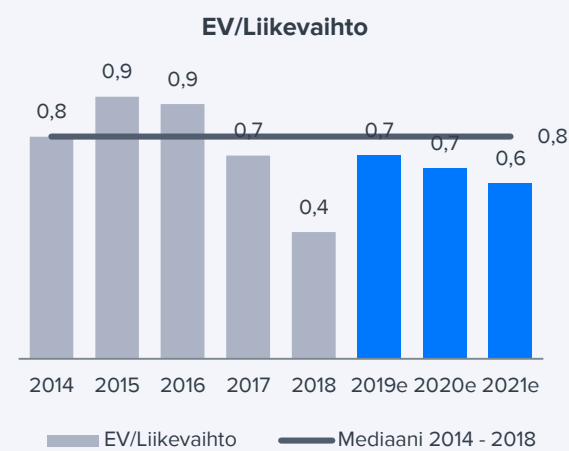
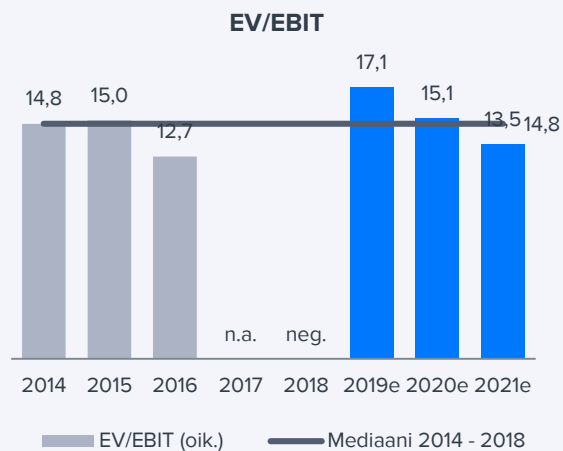
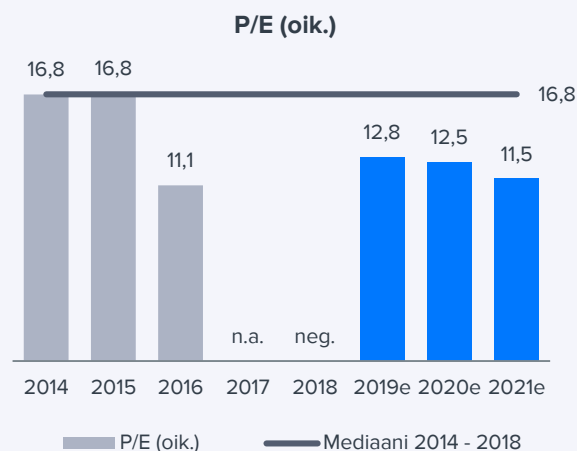
DCF-analyysi

Annamme arvonnäärityksessä rahavirtamallia suuremman painoarvon arvostuskertoimille, koska DCF:ssä suuri osa arvosta muodostuu pitkällä tulevaisuudessa, mihin näkyvyys on rajallinen. DCF-mallimme osakekohtainen arvo Innofactorin osakkeelle on 0,70 euroa. Ennustemallissamme yhtiö kasvaa lähivuosina 2019-2021 1-3 %:n vauhtia ja saavuttaa noin 8 %:n EBITDA-marginaalin. Pitkällä aikavälillä (2021 jälkeen) kasvu laskee asteittain 2 %:iin ja EBITDA-% vakiintuu 8 %:n tasolle. Mallissa yhtiön tuloslaskelman verot eivät ole rahavirtavaikutteisia Suomessa, koska yhtiö pystyy hyödyntämään voittoja taseen verosaamista vastaan. Mallissa ikuisuusoletuksen (terminal-vuosi) painoarvo on 56 %. Rahavirtamallissa käyttämämme pääoman kustannus (WACC) on 8,5 % ja oman pääoman kustannus 9,4 %.

Arvostus yhteenveto

Arvostustaso	2014	2015	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e	2022e
Osakekurssi	0,77	0,98	1,15	0,94	0,36	0,71	0,71	0,71	0,71
Osakemäärä, milj. kpl	32,2	33,5	32,9	36,2	36,2	36,2	36,2	36,2	36,2
Markkina-arvo	25	33	38	34	13	26	26	26	26
Yritysarvo (EV)	34	41	54	47	28	46	44	41	39
P/E (oik.)	16,8	16,8	11,1	n.a.	neg.	12,8	12,5	11,5	11,0
P/E	15,9	21,2	24,6	neg.	neg.	>100	64,6	36,6	16,9
P/Kassavirta	60,0	26,7	neg.	neg.	neg.	22,3	9,4	9,0	9,2
P/B	1,1	1,3	1,7	1,3	0,6	1,2	1,2	1,1	1,1
P/S	0,6	0,7	0,6	0,5	0,2	0,4	0,4	0,4	0,4
EV/Liikevaihto	0,8	0,9	0,9	0,7	0,4	0,7	0,7	0,6	0,6
EV/EBITDA (oik.)	9,1	11,1	11,1	36,1	neg.	9,4	8,9	8,1	7,4
EV/EBIT (oik.)	14,8	15,0	12,7	n.a.	neg.	17,1	15,1	13,5	11,8
Osinko/tulos (%)	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %

Lähde: Inderes



Vertailuryhmä

Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Osakekurssi	Markkina-arvo MEUR	Yritysarvo MEUR	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%	
				2019e	2020e	2019e	2020e	2019e	2020e	2019e	2020e	2019e	2020e
Nixu	10,55	75	74	73,7	24,6	49,1	16,4	1,4	1,2	115,0	37,0	0,1	0,3
Digia	3,00	80	93	10,4	8,9	7,2	6,0	0,7	0,7	11,5	9,7	3,2	4,2
Enea	141,00	266	346	15,8	14,4	12,7	11,2	3,7	3,4	18,2	15,5		
HiQ International	48,80	248	241	11,6	10,6	10,0	9,3	1,3	1,3	15,4	14,2	7,2	7,5
Siili	8,58	60	57	11,5	8,2	7,2	5,7	0,7	0,7	12,6	9,8	4,0	5,6
Solteq	1,42	26	53	10,6	10,6	6,6	5,9	0,9	0,9	12,3	10,4	2,2	3,0
Tieto	25,28	1835	2116	12,5	11,6	8,3	7,9	1,3	1,3	13,5	12,8	5,9	6,1
KnowIT	202,50	364	382	11,5	10,7	10,1	9,5	1,2	1,1	14,8	13,7	3,2	3,7
Vincit	5,82	67	62	10,4	8,9	8,9	7,8	1,2	1,1	13,4	11,3	3,2	3,9
Gofore	8,04	112	101	11,9	10,6	9,6	8,4	1,4	1,2	15,3	13,2	2,9	3,4
Evry	31,00	1174	1789	11,1	10,4	8,6	8,2	1,3	1,3	10,5	9,7	5,7	6,1
Innofactor (Inderes)	0,71	26	46	17,1	15,1	9,4	8,9	0,7	0,7	12,8	12,5	0,0	0,0
Keskiarvo				17,0	11,8	12,4	8,8	1,4	1,3	22,5	14,5	3,9	4,5
Mediaani				11,5	10,6	9,2	8,3	1,3	1,2	14,1	13,0	3,2	4,2
Erotus-% vrt. mediaani				48 %	43 %	2 %	7 %	-45 %	-45 %	-9 %	-4 %	-100 %	-100 %

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

Vertailuryhmän tulosenusteita

IT-palveluyhtiöiden ennusteet	Liikevaihdon kasvu			EBIT-%			EPS kasvu			Keskimääräinen kasvu 2019-2021 (CAGR)		
	2019e	2020e	2021e	2019e	2020e	2021e	2019e	2020e	2021e	Liikevaihto	EBIT	EPS
Tieto	3 %	3 %	3 %	10 %	11 %	11 %	11 %	6 %	4 %	3 %	7 %	7 %
Solteq	4 %	5 %	5 %	8 %	8 %	8 %	450 %	18 %	23 %	5 %	17 %	100 %
Digia	12 %	5 %	5 %	7 %	8 %	8 %	48 %	19 %	10 %	7 %	21 %	25 %
Innofactor	1 %	2 %	2 %	1 %	2 %	4 %	-128 %	60 %	50 %	2 %	n.a.	n.a.
Gofore	40 %	16 %	11 %	12 %	12 %	12 %	46 %	16 %	13 %	22 %	22 %	24 %
Vincit	17 %	8 %	7 %	12 %	13 %	12 %	-25 %	19 %	10 %	11 %	19 %	-1 %
Siili	17 %	6 %	6 %	6 %	8 %	9 %	201 %	28 %	14 %	9 %	48 %	64 %
Nixu	30 %	14 %	10 %	2 %	5 %	7 %	-133 %	211 %	89 %	18 %	n.a.	n.a.
HIQ	4 %	6 %	5 %	11 %	12 %	12 %	13 %	8 %	6 %	5 %	9 %	9 %
KnowIT	13 %	6 %	5 %	10 %	10 %	10 %	17 %	8 %	10 %	8 %	9 %	12 %
Evry	3 %	3 %	3 %	12 %	12 %	13 %	72 %	9 %	7 %	3 %	4 %	26 %
Enea	19 %	9 %	7 %	23 %	24 %	24 %	8 %	18 %	8 %	11 %	11 %	11 %
Atos	-6 %	2 %	2 %	10 %	10 %	10 %	39 %	7 %	7 %	-1 %	6 %	17 %
IBM	-3 %	0 %	1 %	18 %	19 %	19 %	18 %	2 %	2 %	-1 %	8 %	7 %
Accenture	4 %	7 %	7 %	15 %	15 %	15 %	11 %	9 %	9 %	6 %	8 %	9 %
CGI	6 %	5 %	4 %	15 %	15 %	16 %	19 %	10 %	8 %	5 %	8 %	12 %
Wipro	6 %	6 %	5 %	17 %	18 %	17 %	12 %	7 %	5 %	6 %	8 %	8 %
Tata	11 %	10 %	9 %	26 %	26 %	26 %	11 %	11 %	9 %	10 %	10 %	10 %
Capgemini	8 %	5 %	5 %	12 %	12 %	12 %	54 %	9 %	9 %	6 %	12 %	22 %
Suomalaiset mediaani	14 %	6 %	6 %	8 %	8 %	8 %	28 %	19 %	13 %	8 %	20 %	24 %
Pohjoismaiset mediaani	12 %	6 %	5 %	10 %	10 %	10 %	17 %	18 %	10 %	7 %	11 %	17 %
Globaalit mediaani	6 %	6 %	5 %	16 %	16 %	16 %	15 %	9 %	8 %	6 %	8 %	10 %
Kaikki mediaani	6 %	6 %	5 %	12 %	12 %	12 %	17 %	10 %	9 %	6 %	9 %	12 %

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

IT-palvelusektorin yrityskauppoja

IT-palvelusektorin yrityskauppoja Pohjoismaissa

Päivämäärä	Ostaja	Kohde	Liikevaihto MEUR	EBITDA MEUR	EBITDA-%	Henkilöstö	Enterprise Value MEUR	EV/Sales	EV/EBITDA
touko.19	Eficode	Praqma (SE, NO, DK)	5,5			46			
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	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
joulu.17	Digia	Integration House	1,8			21			
loka.17	Tieto	Avega (SE)	45,5			350	51,0	1,1x	
syys.17	CGI	Affecto	125	6,4	0,1	1020	100,3	0,8x	15,7x
elo.17	Visma	Infrastone	2,8			15			
kesä.17	Solteq	InPulse	4,9	0,3	0,1	60	3,5	0,7x	12x-
kesä.17	Nixu	Bitsec (SE)	2,5			20	3,1	1,2x	
touko.17	Siili	Omenia	3,0	0,5	0,2	28	1,7-3,0	0,6x-1,0x	3,4x-6,0x
touko.17	Nixu	Expert Solution Support Center (NED)	3,1				2,2	0,7x	
touko.17	Digia	Omni Partners (ja Nord Software)	3,9			52			
huhti.17	Gofore	Leadin	3,8	0,4	0,1	43			
huhti.17	Eficode	Adage	2,6			24			
maalis.17	Solita	Palmu	7,6			62			
helmi.17	Capgemini	Idean	25,0			170			

Vastaavaa	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Pysyvät vastaavat	40,5	38,6	43,0	41,2	39,6
Liikearvo	26,4	26,1	27,1	27,1	27,1
Aineettomat hyödykkeet	7,8	6,1	4,3	2,6	1,0
Käyttöomaisuus	0,6	0,5	5,6	5,6	5,6
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut sijoitukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset varat	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2
Laskennalliset verosaamiset	5,6	5,6	5,6	5,6	5,6
Vaihtuvat vastaavat	18,1	13,3	16,3	17,9	19,0
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	17,2	13,1	16,0	17,6	18,7
Likvidit varat	0,9	0,3	0,3	0,3	0,3
Taseen loppusumma	58,6	51,9	59,2	59,1	58,6

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Oma pääoma	25,1	21,3	21,5	21,9	22,6
Osakepääoma	2,1	2,1	2,1	2,1	2,1
Kertyneet voittovarot	2,5	-1,3	-1,0	-0,6	0,1
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1
Muu oma pääoma	20,5	20,4	20,4	20,4	20,4
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pitkäaikaiset velat	9,1	6,6	11,2	9,9	8,3
Laskennalliset verovelat	1,8	1,2	1,2	1,2	1,2
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lainat rahoituslaitoksilta	7,3	5,4	10,0	8,7	7,1
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lyhytaikaiset velat	24,4	24,0	26,5	27,3	27,6
Lainat rahoituslaitoksilta	6,9	10,0	10,5	9,7	8,9
Lyhytaikaiset korottomat velat	17,5	14,0	16,0	17,6	18,7
Muut lyhytaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Taseen loppusumma	58,6	51,9	59,2	59,1	58,6

DCF-malli

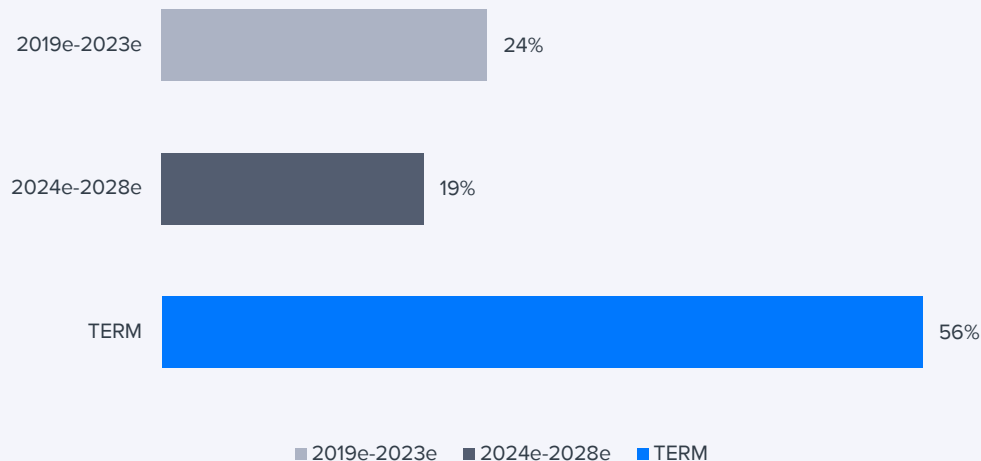
DCF-laskelma	2018	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	TERM
Liikevoitto	-3,9	0,9	1,2	1,5	2,5	3,5	3,6	3,7	3,8	3,9	4,0	
+ Kokonaispoistot	2,8	4,0	3,7	3,6	2,8	1,9	1,9	2,0	2,0	2,0	2,1	
- Maksetut verot	0,0	0,0	-0,1	-0,2	-0,4	-0,6	-0,7	-0,7	-0,7	-0,8	-0,8	
- verot rahoituskuluista	0,0	0,1	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	0,0	
+ verot rahoitustuotoista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Käyttöpääoman muutos	0,7	-0,9	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Operatiivinen kassavirta	-0,4	4,1	4,7	4,8	4,8	4,7	4,8	4,9	5,0	5,1	5,2	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoninvestoinnit	-0,9	-8,3	-1,9	-2,0	-2,0	-2,0	-2,1	-2,1	-2,2	-2,2	-2,1	
Vapaa operatiivinen kassavirta	-1,3	-4,2	2,7	2,9	2,8	2,7	2,7	2,8	2,9	3,0	3,1	
+/- Muut	0,0	5,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	-1,3	1,2	2,7	2,9	2,8	2,7	2,7	2,8	2,9	3,0	3,1	49,7
Diskontattu vapaa kassavirta		1,1	2,4	2,3	2,1	1,8	1,7	1,6	1,6	1,5	1,4	22,8
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		40,4	39,3	36,9	34,6	32,5	30,7	28,9	27,3	25,7	24,2	22,8
Velaton arvo DCF		40,4										
- Korolliset velat		-15,4										
+ Rahavarat		0,3										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		0,0										
Oman pääoman arvo DCF		25,2										
Oman pääoman arvo DCF per osake		0,70										

Pääoman kustannus (wacc)

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

Lähde: Inderes

Rahavirran jakauma jaksoittain



Yhteenveto

Tuloslaskelma	2016	2017	2018	2019e	2020e
Liikevaihto	59,6	65,7	63,1	63,9	65,1
Käyttökate	4,8	1,3	-1,0	4,9	4,9
Liikevoitto	2,3	-1,5	-3,9	0,9	1,2
Voitto ennen veroja	1,9	-1,6	-3,8	0,2	0,5
Nettovoitto	1,5	-1,3	-3,2	0,2	0,4
Kertaluontoiset erät	-1,9	-2,0	-2,0	-1,8	-1,7

Tase	2016	2017	2018	2019e	2020e
Taseen loppusumma	63,6	58,6	51,9	59,2	59,1
Oma pääoma	22,5	25,1	21,3	21,5	21,9
Liikearvo	27,7	26,4	26,1	27,1	27,1
Nettovelat	15,8	13,3	15,2	20,2	18,1

Kassavirta	2016	2017	2018	2019e	2020e
Käyttökate	4,8	1,3	-1,0	4,9	4,9
Nettokäyttöpääoman muutos	6,7	-2,5	0,7	-0,9	0,0
Operatiivinen kassavirta	13,4	-1,1	-0,4	4,1	4,7
Investoinnit	-16,9	-0,1	-0,9	-8,3	-1,9
Vapaa kassavirta	-3,5	-1,3	-1,3	1,2	2,7

Suurimmat omistajat	%-osakkeista
Ensio Sami	21,3 %
Ilmarinen	5,0 %
Tilman Tuomo Tapani	4,1 %
Svalroma Invest	3,8 %
Linturi Kaija ja Risto	3,5 %

Lähde: Inderes

Osakekohtaiset luvut	2016	2017	2018	2019e	2020e
EPS (raportoitu)	0,05	-0,04	-0,09	0,01	0,01
EPS (oikaistu)	0,10	0,01	-0,07	0,06	0,06
Operat. kassavirta / osake	0,41	-0,03	-0,01	0,11	0,13
Vapaa kassavirta / osake	-0,11	-0,04	-0,04	0,03	0,08
Omapääoma / osake	0,68	0,69	0,59	0,59	0,61
Osinko / osake	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00

Kasvu ja kannattavuus	2016	2017	2018	2019e	2020e
Liikevaihdon kasvu-%	34 %	10 %	-4 %	1 %	2 %
Käyttökateen kasvu-%	30 %	-73 %	-179 %	-572 %	1 %
Liikevoiton oik. kasvu-%	54 %	-87 %	-425 %	-246 %	8 %
EPS oik. kasvu-%	78 %	-90 %	-820 %	-175 %	3 %
Käyttökate-%	8,1 %	2,0 %	-1,6 %	7,6 %	7,6 %
Oik. Liikevoitto-%	7,1 %	0,9 %	-2,9 %	4,2 %	4,4 %
Liikevoitto-%	3,9 %	-2,2 %	-6,1 %	1,4 %	1,9 %
ROE-%	6,5 %	-5,3 %	-13,7 %	1,0 %	1,8 %
ROI-%	6,4 %	-3,7 %	-10,2 %	2,3 %	3,0 %
Omavaraisuusaste	35,4 %	42,8 %	41,0 %	36,3 %	37,1 %
Nettovelkaantumisaste	70,2 %	53,1 %	71,2 %	94,0 %	82,5 %

Arvostuskertoimet	2016	2017	2018	2019e	2020e
EV/Liikevaihto	0,9	0,7	0,4	0,7	0,7
EV/EBITDA (oik.)	11,1	36,1	neg.	9,4	8,9
EV/EBIT (oik.)	12,7	83,2	neg.	17,1	15,1
P/E (oik.)	11,1	91,2	neg.	12,8	12,5
P/B	1,7	1,3	0,6	1,2	1,2
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %

Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

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

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

Tuotetut raportit on tarkoitettu informatiiviseen käyttöön, joten raportteja ei tule käsittää tarjoukseksi tai kehotukseksi ostaa, myydä tai merkitä sijoitustuotteita. Asiakkaan tulee myös ymmärtää, että historiallinen kehitys ei ole tae tulevasta. Tehdessään päätöksiä sijoitustoimenpiteistä, asiakkaan tulee perustaa päätöksensä omaan tutkimukseensa, sekä arvioonsa sijoituskohteen arvoon vaikuttavista seikoista ja ottaa huomioon omat tavoitteensa, taloudellinen tilanteensa sekä tarvittaessa käytettävä neuvonantajia. Asiakas vastaa sijoituspäätöksensä tekemisestä ja niiden taloudellisesta tuloksesta. Inderesin tuottamia raportteja ei saa muokata, kopioida tai saattaa toisten saataville kokonaisuudessaan tai osissa ilman Inderesin kirjallista suostumusta. Mitään tämän raportin osaa tai raporttia kokonaisuudessaan ei saa missään muodossa luovuttaa, siirtää tai jakaa Yhdysvaltoihin, Kanadaan tai Japaniin tai mainittujen valtioiden kansalaisille. Myös muiden valtioiden lainsäädännössä voi olla tämän raportin tietojen jakeluun liittyviä rajoituksia ja henkilöiden, joita mainitut rajoitukset voivat koskea, tulee ottaa huomioon mainitut rajoitukset.

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

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

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

Osta >15 %

Lisää 5-15 %

Vähennä -5-5 %

Myy < -5 %

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

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

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

Suositus historia (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
27.4.2016	Lisää	1,00 €	0,94 €
11.7.2016	Lisää	0,95 €	0,86 €
20.7.2016	Lisää	1,05 €	0,92 €
11.10.2016	Osta	1,20 €	1,03 €
25.10.2016	Lisää	1,20 €	1,12 €
8.3.2017	Lisää	1,50 €	1,32 €
7.4.2017	Osta	1,50 €	1,27 €
4.5.2017	Osta	1,70 €	1,47 €
20.6.2017	Lisää	1,85 €	1,66 €
1.8.2017	Lisää	1,70 €	1,53 €
16.10.2017	Lisää	1,20 €	1,11 €
1.11.2017	Lisää	1,20 €	1,05 €
7.2.2018	Vähennä	0,90 €	0,87 €
7.3.2018	Vähennä	0,90 €	0,90 €
9.5.2018	Vähennä	0,85 €	0,84 €
15.6.2018	Vähennä	0,80 €	0,79 €
25.7.2018	Vähennä	0,77 €	0,76 €
9.10.2018	Vähennä	0,63 €	0,63 €
31.10.2018	Vähennä	0,52 €	0,50 €
28.1.2019	Myy	0,35 €	0,40 €
6.3.2019	Vähennä	0,45 €	0,47 €
15.5.2019	Vähennä	0,58 €	0,60 €
5.6.2019	Vähennä	0,68 €	0,71 €



Inderes on kaikille osakesijoittajille avoin analyysipalvelu ja yhteisö. Toimintaamme ohjaavat viisi periaatetta: riippumattomuus, laadukas analyysi, intohimo osakemarkkinoita kohtaan, pääomamarkkinoiden avoimuuden parantaminen sekä toiminta yhteisönä yhteisen hyvän edistämiseksi. Tavoitteemme on vaikuttaa positiivisesti yhteiskuntaan edistämällä kotimaista omistajuutta ja kansankapitalismia. Yhteisöömme kuuluvat sijoittajat oppivat tuntemaan kohdeyhtiöt paremmin, ymmärtävät omistajuuden merkityksen ja voivat kehittyä paremmiksi sijoittajiksi. Pörssiyhtiöille varmistamme, että yhtiöstä on jatkuvasti sijoittajien ja omistajien saatavilla laadukasta tietoa päätöksentekoon. Inderes-yhteisöön kuuluu yli 35 000 aktiivista sijoittajaa ja yli 100 kotimaista pörssiyhtiötä, jotka haluavat pitää omistajiensa tietotarpeista huolta. Palvelemme yhteisöämme yli 20 työntekijän tiimillä intohimosta osakesijoittamiseen.

Inderes Oy

Itämerentori 2
00180 Helsinki
+358 10 219 4690

Palkittua analyysiä osoitteessa www.inderes.fi

Palkinnot



2015, 2018
Suositus- ja
ennustetarkkuus



2014, 2016, 2017
Suositustarkkuus



2014, 2015, 2016, 2018
Suositus- ja
ennustetarkkuus



2012, 2016, 2018
Suositustarkkuus



2012, 2016, 2017, 2018
Suositus- ja
ennustetarkkuus



2017
Suositustarkkuus



2017
Suositustarkkuus



2018
Ennustetarkkuus



**Analyysi kuuluu
kaikille.**