

Innofactor

Laaja raportti

6/2020

Terve ydin kuoriutunut esiin

Nostamme Innofactorin tavoitehinnan 0,95 euroon (aik. 0,90) ja toistamme lisää-suosituksen. Innofactorin tulostäätänne on edennyt ripeästi viimeiset puolitoista vuotta ja operatiivisten ongelmien ratkominen on tuonut jälleen esiin yhtiön terveen ydinliiketoiminnan ja sen tulospotentiaalin. Etenkin Suomen liiketoiminta sekä oma tuoteliiketoiminta ovat arviomme mukaan vahvalla pohjalla ja seuraavaksi yhtiö panostaa pohjoismaiden toimintojen vahvistamiseen, jotta kestävämpi kannattavan kasvun vaihe voi alkaa. Koronakriisin yli arvioimme yhtiön selviävän suhteellisen kuivin jaloin etenkin vahvan tilauskannan turvin. Osakekurssin noususta huolimatta Innofactorin arvostustaso on yhä maltillinen tulostäätänäkymän ja laskeneen epävarmuuden valossa.

Tulostäätänne edennyt hyvin ja on vankemmalla pohjalla

Innofactor on historiassaan kasvanut voimakkaasti yritysostoin kotimaassa ja kansainvälisesti konsolidoimalla Microsoftiin erikoistuneiden IT-toimittajien kenttää. Useiden yritysostojen jälkeen yhtiö siirtyi reilut 3 vuotta sitten strategiassaan vaiheeseen, jossa fokus siirtyi yritysostojen integrointiin ja yhtenäisen pohjoismaisen organisaation rakentamiseen. Tämä vaihe strategiassa on osoittautunut selvästi odotettua vaikeammaksi. Nyt yhtiö on kääntänyt kannattavuuden (EBITDA 2019: 8 %), saanut tilauskannan vahvaan kasvuun (Q1'20: + 32 %), turvannut taseen (nettovelkaantuneisuus <40 %) sekä vahvistanut jatkuvan myynnin osuutta tuntuvasti (>50 %). Perusta pohjoismaisen kasvustrategian jatkamiselle on siten jälleen kunnossa.

Suomessa vahva perusta, ulkomaantoimintoja pitää vielä vahvistaa

Innofactorin Suomen liiketoiminnot ovat ymmärryksemme mukaan pääosin hyvin terveellä pohjalla ja nyt yhtiö panostaa muiden pohjoismaiden liiketoimintojen kuntoon laittamiseen sekä koronan läpi navigoimiseen. Lyhyellä aikavälillä liikevaihtoa tukee vahva tilauskanta ja kannattavuutta ajaa laskutusasteiden nousu. Pidemmällä aikavälillä arvonluontia haetaan yhtenäisen Pohjoismaisen organisaation synergioista ja tehokkuudesta, mikä tarkoittaa mittakaavaetujen tavoittelua ja yrityskauppoja myös Suomen ulkopuolella. Markkinan kysyntäfundamentit ovat koronasta huolimatta Innofactorille suotuisat niin yleisen IT-markkinan kuin pääteknologia Microsoftin osalta.

Ennustamme maltillista kasvua ja kannattavuutta

Innofactor tavoittelee edelleen 20 %:n pääosin orgaanista kasvua ja 20 %:n EBITDA-marginaalia pitkällä aikavälillä. Kunnianhimoinen taso heijastelee yhtiön tavoitetta edetä tuotevetoisemmaksi IT-palvelutaloksi. Innofactorin selkeä vahvuus ja kannattavuuspotentiaali on tietyissä omissa tuotteissa sekä jatkuvissa palveluissa. Jatkuvan liikevaihdon osuus on noussut 3 vuodessa 28 %:sta 51 %:iin. Ennusteissamme odotamme liikevaihdon kasvavan maltillista 3 %:n vauhtia ja käyttökate-%:n olevan 10 %:n tasolla vuosina 2020-2023 (2019: 8 %). Heikkojen historiallisten näyttöjen ja koronan tuoman epävarmuuden takia ennusteet ovat varovaisia ja tuntuvasti alle yhtiön tavoitetasojen.

Arvostus edelleen maltillinen

Innofactor asemoituu arvostukseltaan sektorin edullisimmin arvostettujen joukkoon, mikä heijastelee yhtiön takavuosien heikkoa kehitystä. Arvioimme kuitenkin aliarvostuksen kaventuvan hiljalleen yhtiön tulostäätänneen jatkuessa ja luottamuksen palautuessa. Nykyinen 12x P/E-luku (2020e) yhdistettynä lähivuosien ennustettuun varovaiseen 5 %:n tulostäätänneen ja arvostuskertoimien nousuvaraan tarjoavat riskeihin nähden edelleen hyvän tuotto-odotuksen. Tavoitehintamme vastaavat keskeiset arvostuskertoimet ovat 27 % alle vertailuryhmän tasojen.

Analytiikot



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



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

Suositus ja tavoitehintaa

Lisää

(aik. Lisää)



0,95 EUR

(aik. ,90 EUR)

Osakekurssi: 0,90 EUR

Potentiaali: 5,6 %

Ohjeistus

(Ennallaan)

Innofactor odottaa vuoden 2020 liikevaihdon ja käyttökateen (EBITDA) kasvavan edellisestä vuodesta 2019, jolloin liikevaihto oli 64 MEUR ja käyttökate 5,1 MEUR.

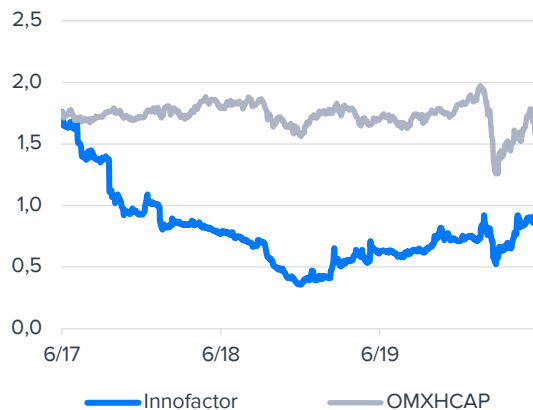
Avainluvut

	2019	2020e	2021e	2022e
Liikevaihto	64	66	68	70
kasvu-%	2 %	3 %	3 %	3 %
Käyttökate	5,1	6,8	7,1	7,3
Käyttökate-%	7,9 %	10,4 %	10,4 %	10,4 %
Nettotulos	0,4	1,0	1,5	3,5
EPS (oik.)	0,07	0,08	0,09	0,10

P/E (oik.)	10,8	11,7	10,4	9,4
P/B	1,2	1,5	1,4	1,2
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
EV/EBIT (oik.)	13,4	10,1	9,4	7,4
EV/EBITDA	7,4	6,2	5,5	4,7
EV/Liikevaihto	0,6	0,6	0,6	0,5

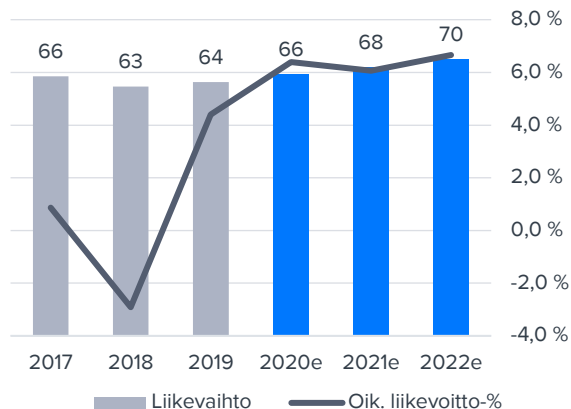
Lähde: Inderes

Osakekurssi



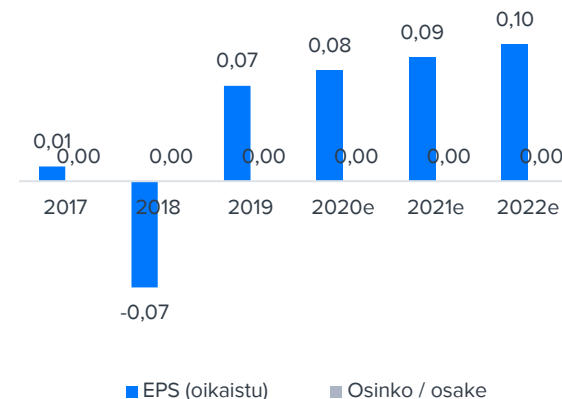
Lähde: Thomson Reuters

Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes

MCAP
34
MEUR

EV
43
MEUR

EV/S
0,6
2020e

P/E (oik.)
11,7
2020e



- Käänteiden jatkuminen ja vahvistuminen
- Sijoittajien luottamuksen palauttaminen
- Kannattavuusparannus
- Orgaaninen ja yrityskauppavetoinen kasvu
- Jatkuvan liiketoiminnan osuuden kasvu ja oma tuoteliiketoiminta



- Koronapandemian vaikutukset voivat vaikuttaa ennustettua voimakkaammin
- Ulkomaan liiketoimintojen vahvistamisen epäonnistuminen
- Pohjoismaisen organisaation rakentamisen pitkittyminen
- Kansainvälistyminen ja yrityskaupat nostavat riskitasoa
- Microsoftin aseman heikentyminen



- Liikevaihtopohjainen arvostus sektorin alimpia
- Arvioimme arvostuseron kaventuvan kannattavuuskäänteeseen jatkuessa ja luottamuksen vahvistuessa sen kestävyys
- Arvotamme Innofactoria pienellä alennuksella sektoriin
- Kokonaisuudessaan osakkeen arvostus maltillinen ja tuotto-odotus hyvällä tasolla

Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	5-10
Sijoitusprofiili	11-12
Toimiala ja Microsoft	13-21
Kilpailu	22-26
Strategia	27-30
Historiallinen kehitys	31-32
Ennusteet ja arvonmääritys	33-36
Taulukot	37-42
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	43

Innofactor lyhyesti

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

2000

Perustamisvuosi

21,1 %

Toimitusjohtajan omistusosuus

64 MEUR (+1,7 % vs. 2018)

Liikevaihto 2019

61 % Suomi

22 % Ruotsi

11 % Norja

6 % Tanska

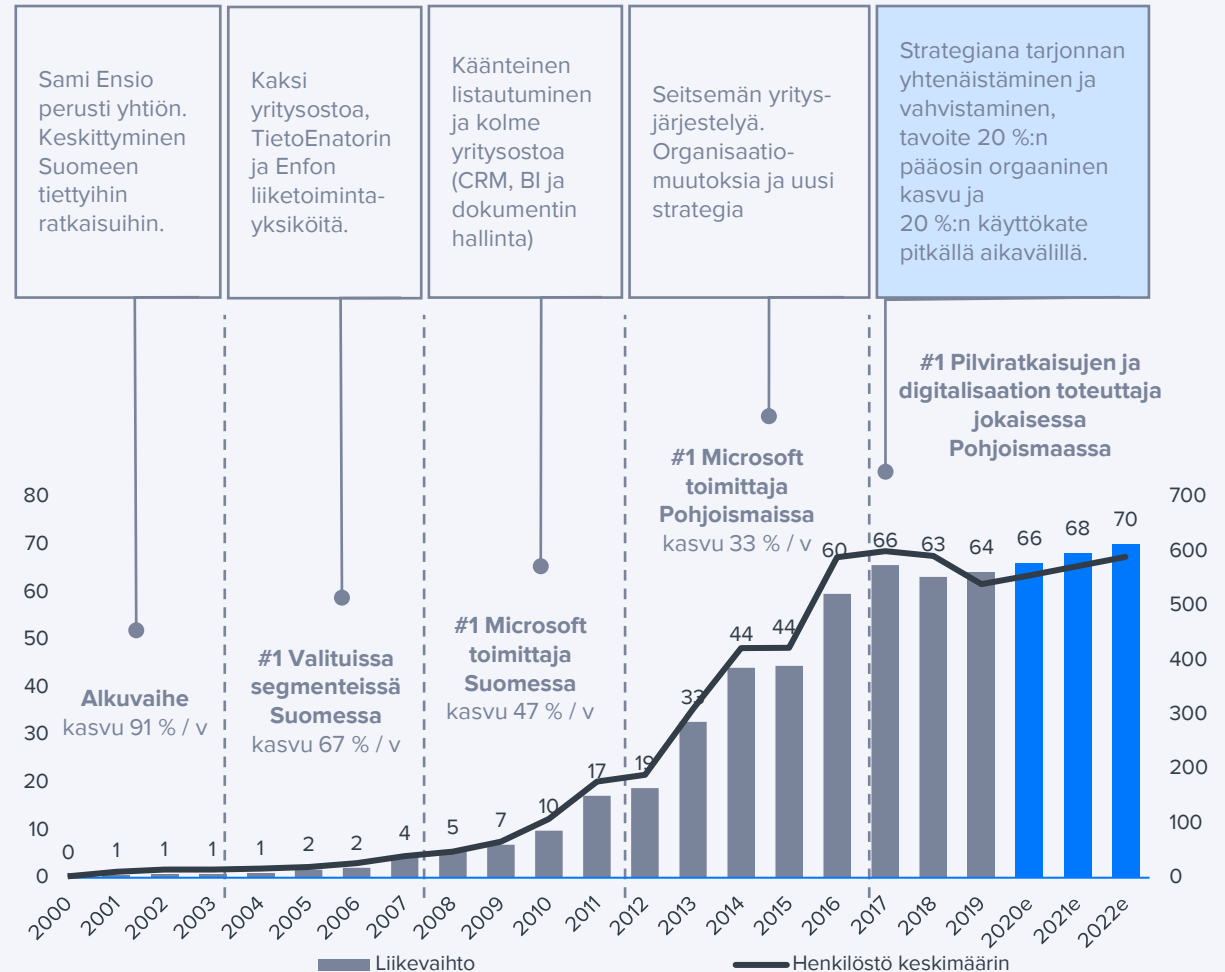
Maantieteellinen osuus liikevaihdosta

5,1 MEUR (7,9 % lv:sta)

Käyttökate 2019

542 (-1 % vs. Q1'19)

Henkilöstö Q1'20 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. Käänteinen parempaan alkoi kuitenkin viime vuonna etenkin Suomen liiketoimintojen vetämänä.

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 2019. Yhtiön liikevaihto kasvoi viime vuonna 2 % 64 MEUR:oon. Vuoden 2019 liikevaihdosta noin 50 % tuli yritysasiakkailta, 34 % julkishallinnosta ja 16 % kolmannelta sektorilta. Maantieteellisesti viime vuonna liikevaihdosta 61 % tuli Suomesta, 22 % Ruotsista, 11 % Norjasta ja 6 % Tanskasta.

Lukuisten yrityskauppojen jälkeen Innofactor lähti vuonna 2017 rakentamaan erityisesti yhtenäistä pohjoismaista palvelu- ja tuotetarjontaa sekä pohjoismaista organisaatiota. Yhtiö kohtasi tämän jälkeen kuitenkin lukuisia haasteita ja yrityskauppojen synergioiden sijaan operatiiviset riskit realisoituivat. Lisäksi yhtiössä vaihtui merkittävästi johtoa useaan otteeseen ja erityisesti myynnissä oli suuria haasteita pari vuotta sitten. Viime vuonna yhtiö onnistui kuitenkin käynnistämään ripeän tuloskäänteän. Nyt yhtiö on kehitysvaiheessa, jossa perustaa erityisesti ulkomailta laitetaan vielä kuntoon, ennen vahvemmalle kasvuvaihteelle palaamista.

Liiketoimintamalli

Microsoft-ekosysteemissä järjestelmä-integraattori

Liiketoimintamalliltaan Innofactor on IT-palveluyhtiö, joka toimittaa projekteina ja ylläpitää pääasiassa Microsoftin teknologioita. Lisäksi yhtiö on kehittänyt omia ohjelmistotuoteratkaisuja tukemaan palveluliiketoimintaa. Yhtiön tavoite pitkällä aikavälillä on panostaa tuotteistukseen, joilla liiketoimintaan tuodaan skaalautuvuutta ja jatkuvuutta. Yhtiö on onnistunut lisäämään jatkuvan liikevaihdon osuutta selkeästi pitkällä aikavälillä. Vuonna 2019 liikevaihdosta 48 % (2018:

55 %) tuli toimitusprojekteista ja konsultoinnista, 24 % (2018: 19 %) jatkuviin sopimuksiin perustuvasta asiantuntijatyöstä, 22 % (2018: 20 %) jatkuviin sopimuksiin perustuvasta palvelu- ja ohjelmistoylläpidosta (mm. Azure-pilvipalvelut) sekä 6 % (2018: 6 %) lisenssimyynnistä..

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 edelleen 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-tuotteesta ja ammattiyhdistysohjelmistosta sekä Azuren ympärillä olevien ratkaisujen ja palveluiden myynnistä. Omien tuotteiden osalta kasvupotentiaalia on erityisesti ulkomailta.

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 2020
- Pitkällä tähtäimellä tavoitteena noin 20 %:n kasvu ja 20 %:n käyttökatemarginaali

Kilpailu

accenture



CGI

IT-generalistit

digia

SOLTEQ

futurice

Reaktor

INNOFACTOR®

Keskisuuret
IT-markkinan
toimijat

GOFORE

VINCIT

siili

BILOT SOLITA

idean

Asiakassegmentit (2019)



Yritykset
50 %



Julkishallinto
34 %



61 %



22 %



Kolmas sektori
16 %



11 %



6 %

Kustannusrakenne

538 hlö (2019)
63 m€ (2019)



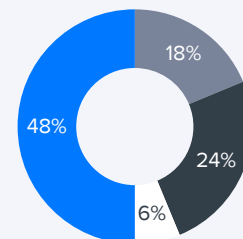
Henkilöstökulut
(69) % kustannuksista)



Alihankkijat ja ostot
(10 %)



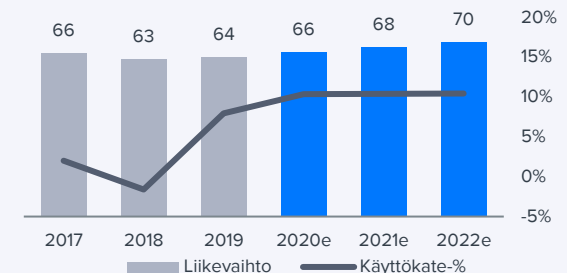
Liiketoiminnan muut kulut
(15 %)



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

Tulovirrat

Liikevaihto 64 m€
Käyttökate 5 m€ (2019)



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 näkyi ylläpitotuotoissa (22 %). Omien ohjelmistotuotteiden myynti on hyvin skaalautuvaa liikevaihtoa. Innofactor käytti omien ohjelmistotuotteiden tuotekehitykseen viime vuonna 2,8 MEUR, joka vastaa 4,4 % liikevaihdosta (2018: 2,9 MEUR ja 4,5 %). Käsitksemme mukaan etenkin Dynasty-tuotetta on viime vuosina uudistettu ja sen kysyntä on vahvaa. Innofactor on aikaisemmin kertonut odottavansa tuotekehityskustannusten nousevan pidemmällä aikavälillä jopa lähelle historiallista 10 %:n tasoa yhtiön panostaessa yhä enemmän omiin ohjelmistoihin. Kuluvana vuonna odotamme kuitenkin T&K kulujen olevan edellisten vuosien tasoilla yhtiön keskittyessä kasvun ja kannattavuuden ulosmittaamiseen nykyisellä tarjoomalla.

Kolmansien osapuolten lisenssien osuus Innofactorin myynnistä oli viime vuonna noin 4 % (2018: 4 %). Kolmansien osapuolten (käytännössä Microsoft) lisenssien jälleenmyynnistä kate on arviomme mukaan tyypillisesti ollut noin 20 % tuntumassa, mutta jälleenmyynnin katteissa on voimakkaita laskupaineita koko sektorilla.

Maantieteellisesti yhtiö on historiassa laajentunut yritysostoin. Vuonna 2019 liikevaihdosta tuli Suomesta 39 MEUR, Ruotsista 14 MEUR, Norjasta 7 MEUR ja Tanskasta 4 MEUR. Ymmärryksemme mukaan yhtiö haluaa vahvistaa

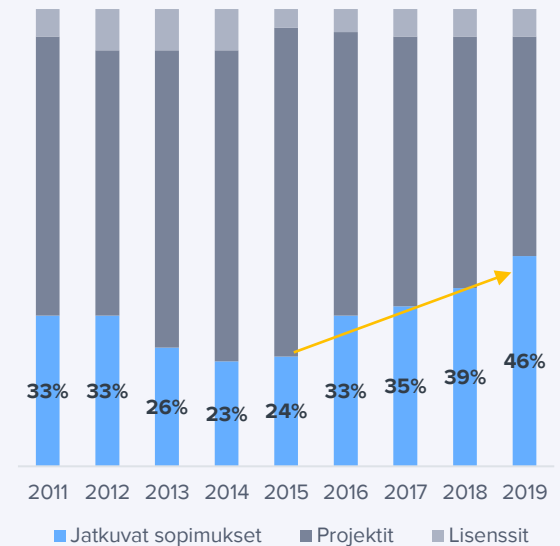
ulkomaan toimintojen tarjontaa ja kokoluokkaa. Synergiat maiden välillä ovat arviomme mukaan vielä olleet suhteellisen pienet ja tätä halutaan myös parantaa jatkamalla yhtenäisen pohjoismaisen organisaation rakentamista.

IT-palveluiden laaja tarjooma

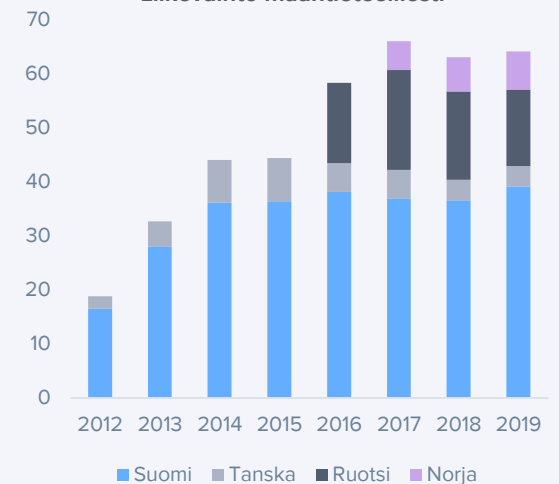
Innofactorilla on IT-palveluiden laaja elinkaaritajooma. Tarjooma sisältää suunnittelua, integraatiota, kehitystä ja ylläpitoa. Koko tarjoomaa kaikilla palveluilla harvoin kuitenkaan myydään kerrallaan, vaan asiakkaat ostavat ensin yhden osan (proof of concept, esimerkiksi projektin) ja tämän jälkeen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

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

Liikevaihdon rakenne



Liikevaihto maantieteellisesti



Innofactorin osaamisalueet



Liiketoimintamallin riskiprofiili

Arvio Innofactorin liiketoiminnan kokonaisriskitasosta



Sijoitusprofiili

Arvonluonti perustunut vahvasti yritystovetoiseen kasvuun

Sijoittajille Innofactor on historiassa profiloitunut nopeasti kasvavana IT-yhtiönä, joka toimii oman segmenttinsä konsolidoijana Pohjoismaissa. Innofactorin arvonluonti on läpi historian perustunut vahvasti yrityskaupoilla kasvamiseen. Innofactorilla on kohtalaisen hyvä pitkän ajan track-record erityisesti yritystovetoisesta kasvusta, mutta kannattavuudessa ja yrityskauppojen integroinnissa näytöt ovat olleet heikompia. Lumagate-yrityskaupan myötä yhtiö siirtyi vuonna 2017 vaiheeseen, jossa voimakkaan yritystovetoisen kasvun jälkeen painopiste siirtyi yhtenäisen Innofactorin rakentamiseen. Tämä muutos osoittautui odotettua vaikeammaksi, mutta nyt yhtiö on 3 vuoden jälkeen saanut jälleen rakennettua perustan kuntoon tulevalle kasvulle.

Arvostus nousemassa käänneyhtiön lokerosta

Näkemyksemme mukaan Innofactorin arvostuksen asemointi on vähitellen kipuamassa ulos käänneyhtiöiden lokerosta, mikä tukee osaketta. Yhtiötä on viime vuosina hinnoiteltu melko matalilla arvostuskertoimilla johtuen useammasta pettymyksestä ja näistä seuranneesta heikommasta luottamuksesta. Vuoden 2019 käänteen edettyä yhtiön osake on noussut merkittävästi, mikä on ollut perusteltua, koska yhtiö vältti kriisiytymisskenaariota, joka näytti uhkaavalta vielä vuonna 2018. Kokonaisuutena käänne on ollut odotuksia ripeämpi ja se on edennyt nyt 5 neljännestä, mikä antaa luottoa stabiilimpaan kehitykseen.

Lyhyellä aikavälillä kannattavuuden parantuminen on edelleen osakkeen keskeisin arvoajuri. Viime

vuonna kannattavuus parani selvästi parempien laskutusasteiden tukemana, mikä tarjoaa edelleen selvää parannuspotentiaalia. Seuraavaksi yhtiö pyrkii vahvistamaan muiden pohjoismaiden toimintoja, jotta maakohtaisia tehokkuushyötyjä saadaan vahvemmin irti. Lisäksi Innofactorilla on edelleen tehokkuushyötyjä ulosmitattavana myös yhtenäistämällä pohjoismaista organisaatiota ja maiden välistä tarjoamaa sekä prosesseja. Tämä todennäköisesti tarkoittaa pitkällä aikavälillä suurempien mittakaavaetujen tavoittelua Ruotsissa, Norjassa ja Tanskassa.

Olenneisimpana riskinä lyhyellä aikavälillä on koronatilanteen pitkittyminen ja sen vaikutukset talouteen. Lisäksi uhkana on, että operatiivinen käänne ei vahvistu ja uusia odottamattomia ongelmia pintaantuu. Erityisesti ulkomaiden toiminnoissa yhtiö on kohdannut yllättäviä ongelmia historiassaan. Yhtiön on todistettava käänteen jatkuminen ja vahvistuminen, jotta sijoittajien luottamus yhtiöön paranee. Innofactorin markkinat ovat pitkää aikaväliä tarkasteltaessa 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 arvomuodostus tulee pitkällä aikavälillä näkemyksemme mukaan koostumaan yhtiön kyvystä saada yrityskaupoista koostuva eri maiden kokonaisuus yhtenäiseksi pohjoismaiseksi toimijaksi. Palveluiden

tuotteistuksen ja omien tuotteiden rooli ovat myös tärkeitä yhtiön kannattavuustavoitteiden saavuttamisessa. Näiden pitäisi näkyä vahvempaan orgaanisena kasvuna ja parempaan kannattavuutena. Emme kuitenkaan ennusta yhtiön yltävän omaan kunnianhimoiseen 20 %:n pääosin orgaaniseen kasvuun ja 20 %:n käyttökatemarginaalin tavoitteeseen, vaan omat ennusteemme ovat selvästi alle puolivälissä kasvutavoitteisiin nähden ja puolivälissä kannattavuustavoitteeseen nähden.

Riskinä strategiassa on, ettei yhtiö saa vahvistettua ulkomaantoimintoja ja uusia ongelmia pintaantuu jälleen. Riskitasoa pitää koholla myös taseen velkavipu. Pitkän aikavälin riskinä on yhtiön riippuvuus Microsoftin menestyksestä. Riskejä tasaa oma tuoteliiketoiminta, nykyinen vahvistunut tilauskanta, jatkuvien palveluiden kasvava osuus sekä vahva kysyntänäkymä ja Microsoftin tuotteiden vahvana jatkuva kehitys 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. Yrittäjävetoisuus näkyy siinä, kuinka lukuisista haasteista huolimatta yhtiötä on kehitetty kurinalaisesti ja periksi antamattomasti. Ensio kasvatti osakeomistustaan yhtiössä vuonna 2018, kun yhtiön osakekurssi laski selvästi.

Sijoitusprofiili

1.

Yrityskaupoilla rakennettu pohjoismaisen toimijan aihio

2.

Perustaa pitkän aikavälin kasvulle saatu jälleen kuntoon

3.

Markkinalla vahvat pitkän aikavälin kasvufundamentit

4.

Käänteen jatkumista tukee hyvä tilauskanta

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
- Vahva ja kasvava jatkuva liiketoiminta sekä omat tuotteet

Riskit



- Koronatilanteen paheneminen ja pitkittyminen
- Yhtenäisen pohjoismaisen organisaation rakentamisen pitkittyminen edelleen
- Työntekijäkulttuurin heikkeneminen
- Kansainvälistyminen ja yrityskaupat nostavat riskitasoa
- Microsoftin markkina-aseman heikentyminen

IT-palvelumarkkinat 1/5

Markkinan koko ja määritelmä

Markkinan koko ja määritelmä

Pohjoismaiden (Ruotsi, Norja, Suomi, Tanska) IT-palvelumarkkinan koko on noin 14 miljardia euroa (IDC). IT-palvelumarkkinan perinteiseen määritelmään kuuluvia osa-alueita ovat esimerkiksi IT-konsultointi, ohjelmistokehityspalvelut, integrointi- ja käyttöönottopalvelut, ulkoistuspalvelut, ohjelmistojen ylläpito- ja tuki sekä IT-infrastruktuuripalvelut. IT-palvelumarkkinan ja sen euromääräisen koon määritelmä on kuitenkin hämärtymässä, kun IT:n rooli on nousemassa digitalisaation myötä konehuoneesta liiketoiminnan ytimeen eri toimialoilla. Siten IT-palveluyhtiöiden toimintakenttä risteää yhä vahvemmin uusien rinnakkaismarkkinoiden kanssa, joita ei ole perinteisesti katsottu kuuluvan IT-markkinoihin. Näitä ovat esimerkiksi strategiakonsultointi, design ja palvelumuotoilu.

Markkinan pitkän aikavälin kasvunäkymät

Yhteiskunnan digitalisoituminen edellyttää toteutuakseen valtavan määrän käsipareja rakentamaan, integroimaan ja ylläpitämään uusia sovelluksia, minkä takia IT-konsulttiyhtiöiden pitkän aikavälin kysyntäfundamentit ovat näkemysemme mukaan vahvoja. Tämän ansiosta IT-palveluyhtiöt tarjoavat sijoittajalle hyvän mahdollisuuden sijoittaa digitalisaatio-trendiin palveluliiketoiminnan rajatummalla riskillä. Markkinan odotetaan kasvavan makrotaloutta nopeammin pitkällä aikavälillä.

Innofactorin kasvu on ollut epäorgaanisesti vahvaa läpi historian. Orgaanisesti kasvu on kuitenkin ollut vaatimatonta viimeiset 5 vuotta. Taustalla ovat lukuisat maakohtaiset ongelmat.

Koronan vaikutukset ja markkinanäkymä nyt

Koronapandemia pysäytti IT-markkinan viisi vuotta kestäneen erittäin suotuisan syklin. Markkinan voi sanoa jo ylikuumentuneen etenkin osajakilpailun takia, minkä takia tasaantuminen on markkinalle myös tervettä.

Koronapandemia vaikuttaa IT-markkinaan makrotalouden heikentymisen kautta. Sektorin yhtiöiden kehitys on toistaiseksi ollut pääosin hyvää, sillä olemassa olevat hankkeet ovat jatkuneet ja organisaatiot ovat pystyneet hyvin sopeutumaan etätoihin. Vaikutuksia on nähty lähinnä tilanteesta välittömästi kärsineillä asiakastoimialoilla. Yt-neuvotteluista on nähty vain yksittäisiä ilmoituksia. Arviomme mukaan vuoden 2020 toiseen puoliskoon liittyy kuitenkin vielä merkittävää epävarmuutta, joka voi iskeä sektorin yhtiöihin. Talouden epävarmuuden myötä monet asiakastoimialat joutuvat etsimään säästöjä myös IT-hankinnoistaan. Etenkin kokeiluluontoisempia uusien digipalveluiden kehitysinvestointeja saatetaan jarruttaa nopeasti, mikä voi iskeä etenkin pieniin toimijoihin. Julkishallinnossa olemassa olevat budjetit kantavat kysyntää, mutta ensi vuoteen liittyy epävarmuutta. TietoEVRYn arvion mukaan IT-markkinat laskevat 3-7 % vuonna 2020. Vielä on kuitenkin aikaista arvioida vaikutuksia.

Koronan ylitse katsottaessa IT-markkinan kasvufundamentit arviomme mukaan

vahvistuvat, kun tilanne pakottaa asiakkaita panostamaan sähköiseen liiketoimintaan. Monilla yrityksillä vuosia puheen tasolla olleen digitaalisen transformaation todellinen käynnistäjä on COVID-19. Innofactorin visio modernista digitaalisesta organisaatiosta istuu hyvin koronan kiihdyttämään muutokseen.

IT-investointien muuttuva luonne jakaa markkinaa

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

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

IT-palvelumarkkinat 2/5

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

Selkeänä trendinä markkinalla onkin nyt IT-ostamisen vakavoituminen, kun asiakasorganisaatioissa on havaittu, että oikotietä digitalisaatioon ei pystytä hankkimaan ostamalla digisovelluksia tietohallinto ohittaen. Organisaatioiden vakiintuneet tietojärjestelmät eivät katoa, vaan niitä on modernisoitava toimimaan alustoina uusille digipalveluille. IT-investoinnit kohdistuvat uusiin toiminnallisuuksiin, joita rakennetaan rajapintaratkaisuilla olemassa olevien järjestelmien päälle. Tämä trendi on vastaavasti palauttanut kilpailuetua ”perinteisemmille” toimijoille, kun taas monet, pääasiassa osajahankinnalla menestyneet digipalveluiden kehittäjät ovat kohdanneet viime vuosina selkeitä haasteita ja joutuneet arvioimaan strategioitaan uudelleen.

IT-palvelumarkkina on käynyt kuvatun 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 muutوسkyky kilpailuetuna korostuu edelleen.

Markkinan sisäinen jakautuminen ja kehityssuunta

Olemme jakaneet IT-palvelumarkkinan kolmeen eri osioon (sivu 15) seuraavasti:

- 1. Uusien digitaalisten palveluiden markkina,** joka käsittää uusien digitaalisten palveluiden kehityksen (räätälöity ohjelmistokehitys). Tämä on ollut markkinan voimakkaimmin kasvava (arvionne >15 %) 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, räätälöinnin, integraation ja ylläpidon. Tällä markkinalla Suomessa tunnettuja toimijoita ovat esimerkiksi Innofactor, Enfo, Solteq, Digia, Sofigate, eCraft, Bilot sekä erityisesti IT-generalistit (kuten TietoEvy 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 TietoEvy, Fujitsu) vahvuus ja alalle tulon kynnys korkea, koska markkina on edellyttänyt skaalaetuja ja investointeja. Pilvimurroksen myötä markkinalla on kuitenkin käynnissä voimakas

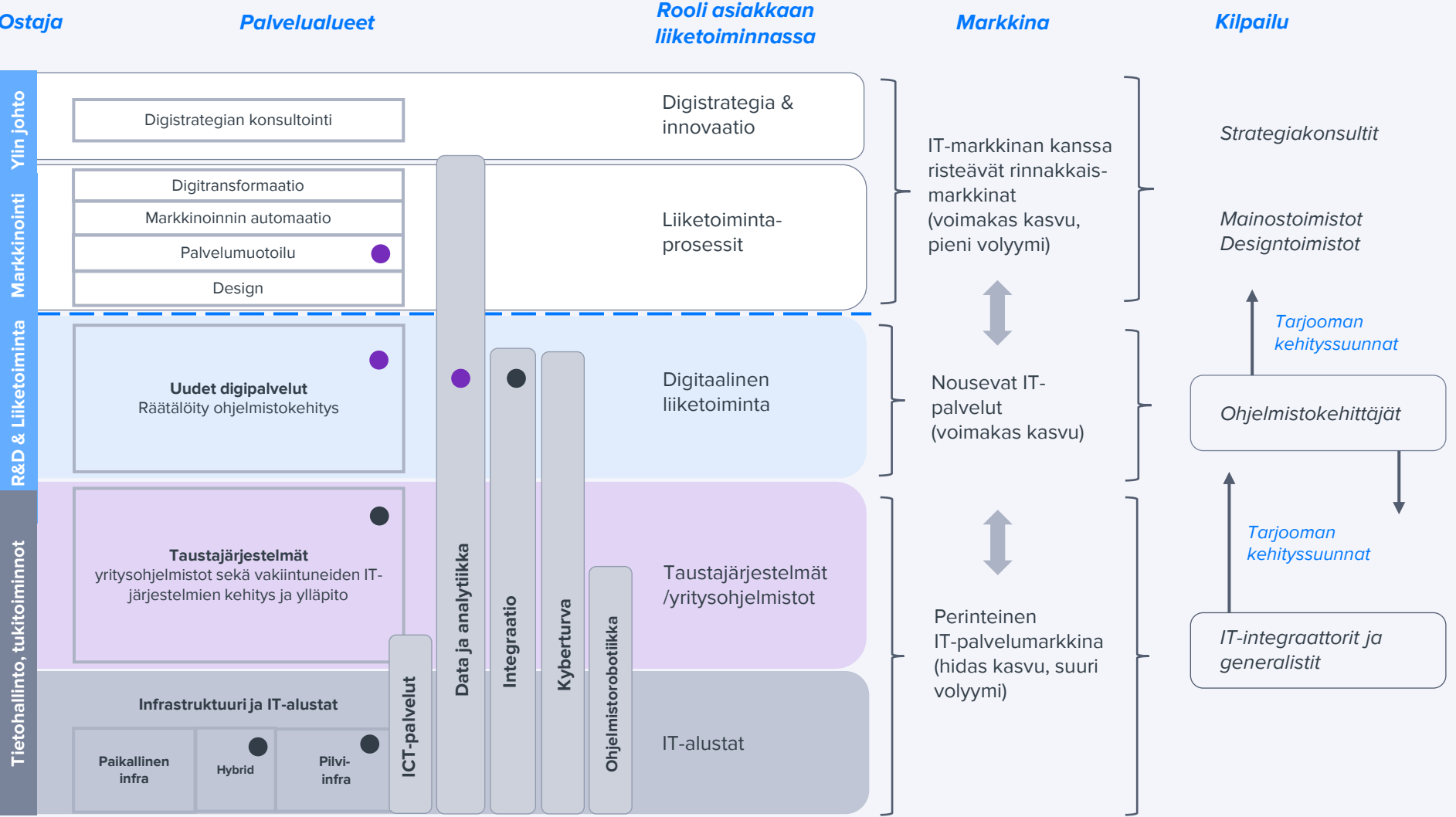
uusjako, mikä on syntynyt uusia nopeasti kasvavia toimijoita (kuten Nordcloud) ja apajilla ovat myös monet keskisuuret IT-konsultit (kuten Gofore, Siili ja Enfo). Tällä markkinalla on nopeasti hiipuvia (paikallinen infra) ja rajusti kasvavia alueita (pilvialustat).

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. Lisäksi monet IT-konsultit pyrkivät laajentumaan strategiatason konsultointiin, joskin pääosin heikolla menestyksellä. Innofactor pyrkii laajentumaan tähän lokeroon KPMG:n yhteistyön avulla.

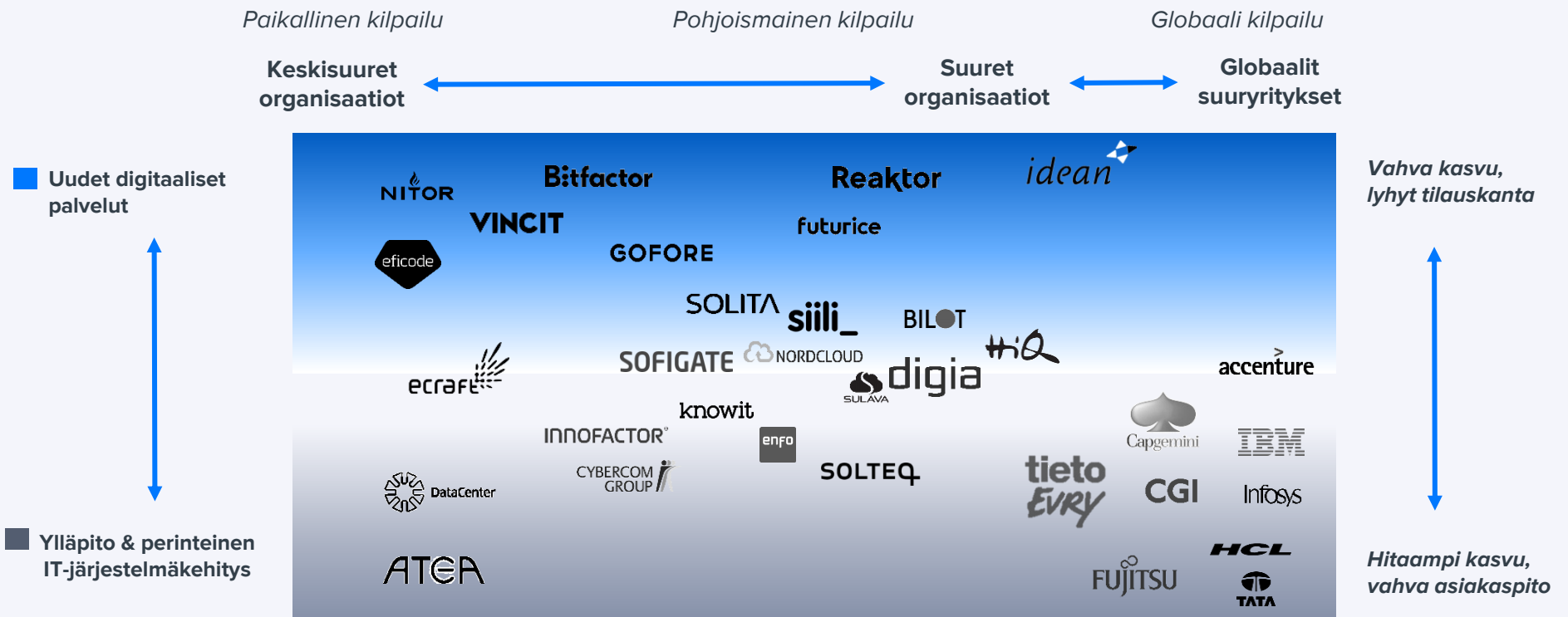
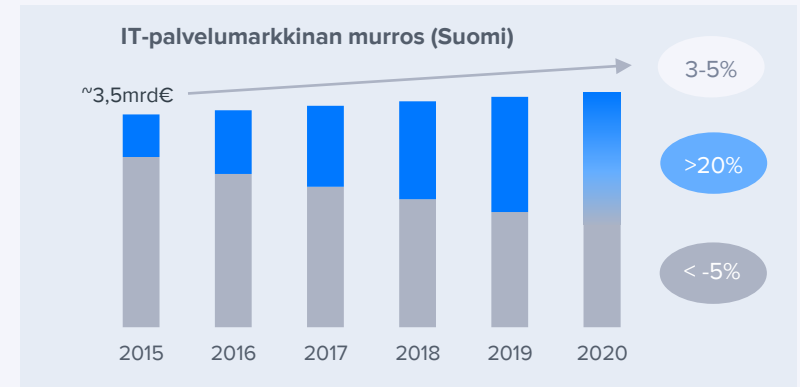
Selkein uusi suuntaus sektorin toimijoilla on elinkaariajattelu, sillä monet uudet toimijat pyrkivät nyt rakentamaan myös kyvykkyyden tarjota ohjelmistoylläpitoa. Yhteistä kaikkien keskusurten ja suurten toimijoiden strategioille on myös pyrkimys liiketoimintakriittisemmän kumppanin asemaan asiakkaissa. Pienten ohjelmistokehittäjäalojen osaaminen ja tarjonta ei tällöin yksinään ulotu riittävän syvälle asiakkaan IT-järjestelmiin ja prosesseihin. Tämä kehitys voi myös kiihdyttää markkinan konsolidaatiota.

IT-palvelumarkkinan jakautuminen



Markkinat ja arvoketju

IT-yhtiöiden asemoituminen pääasiallisen kohderyhmän ja palvelualueiden mukaan Suomen markkinalla



IT-palvelumarkkinat 3/5

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.

Ylläpito- ja taustajärjestelmäosaaminen tekee paluuta

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

Korona muuttaa kilpailun vahvemmin osaajista asiakkaisiin

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

esimerkiksi Vincit, Reaktor, Futurice, Solita ja Gofore. Myös teollisuus on aktivoitunut kilpailemaan yhä enemmän samoista osaajista, mikä on kiristänyt osaajakilpailua. Nyt koronaviruksen myötä markkinalla siirrytään kuitenkin nopealla tahdilla osaajakilpailusta kohti tilannetta, jossa kovin kilpailu käydään asiakkaiden tilauksista, mikä muuttaa markkinan kilpailun luonnetta lyhyellä aikavälillä. Tämä todennäköisesti helpottaa osaajien saatavuutta ja kustannusinflaatiota, mutta kiristää hintakilpailua.

Kustannusinflaatio ja hinnoitteluympäristö

Yleisesti IT-sektorin hinnoitteluympäristö on terveellä tasolla, mutta taloustilanteen heikentyminen voi johtaa myöhemmin hintapaineeseen. Eri yhtiöiden kanssa käymiemme keskusteluiden perusteella palkkainflaatio on ollut vuosina 2018-2019 vajaan 5 %:n tasolla. Yhtiöiden kommenttien perusteella kiihtynyttä kustannusinflaatiota ei ole saatu vietyä täysin eteenpäin hintoihin, koska monilla pitkäaikaiset puitesopimukset vaikeuttavat tätä. Tämä on osin rasittanut sektorin yhtiöiden kannattavuuksia viime vuosina. Talouden näkymien heikkoudesta huolimatta sektorilla on nähty suhteellisen vähän ilmoituksia yt-neuvotteluista koronan puhkeamisen jälkeen.

Yrityskaupat ja konsolidaatio

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

Koronatilanteen vaikutusta konsolidaation

aktiivisuuteen on vaikea arvioida. Monilla toimijoilla on vahvat kassat ja yritysostot osana strategiaa. Todennäköisesti kaikkien myyjien hintaodotukset eivät ole mukautuneet heikentyneisiin näkymiin, minkä takia transaktioiden määrä voi kuihtua. Sektorin yhtiöiden hinnoittelu on kohonnut tuntuvasti viimeisen 5 vuoden aikana ja tämä korkea hinnoittelu on myös valunut listaamattomien puolelle (sivu 45). 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. Useiden sektorin yritysten kanssa käymiemme keskustelujen perusteella ostokohteiden hintaodotukset rajoittavat edelleen yrityskauppojen syntyä. Arviomme mukaan viisaat toimijat tarkastelevat nyt kurinalaisesti yrityskauppakohteita epävarmuuden ollessa koholla.

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.

IT-palvelumarkkinat 4/5

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 pelin seuraava ottelu käydään muualla kuin puhtaasti osaajakilpailussa. Näkemyksemme mukaan sektorin menestystekijät muuttuvat ja voittajia seuraavan 5 vuoden aikana ovat:

- Vahvojen asiakkuuksien omistajat, joilla on strategisen kumppanin rooli asiakkaissa sekä kyky skaalata toimintaa vahvan alihankkijaverkoston kautta. Alihankkijan roolissa olevat pienet toimijat, jotka ovat pääasiassa keskittyneet asiakkaitaan enemmän osaajakilpailuun, ovat heikoilla nyt makromarkkinan heikentyessä.
- Yritykset, joilla on vahvaa integraatio- ja taustajärjestelmäosaamista sekä kyvykkyys ylläpitoon ja jatkuviin palveluihin. Ylläpidossa vahvat toimijat ovat vahvoilla myös markkinan heikentyessä. Tämä on monen keski-suuren digipalveluiden kehittäjän heikkous.
- Yritykset, jotka onnistuvat rakentamaan dynaamisen organisaatiomallin, joka pystyy reagoimaan ketterästi nopeasti kehittyvään markkinaan. Monet sektorin yhtiöt kärsivät tehottomista ja huonosti joustavista hierarkisista ja siiloutuneista organisaatorakenteista, jolloin uudistuminen on vaikeaa markkinan muuttuessa.

- Yritykset, jotka säilyttävät selkeän strategisen fokuksen. Useat sektorin yhtiöt kärsivät kasvukivuista, kun niiden pakka on levinnyt nopean laajentumisen seurauksena.

Markkinan trendit

Trendit organisaatioiden IT-ostamisessa

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

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

- Liiketoimintalähtöisen ostamisen yleistyessä IT-yhtiöt etsivät uusia arvontuottoon pohjautuvia, skaalautuvampia hinnoittelumalleja saadakseen irrotettua liiketoimintamallinsa heikosti skaalautuvasta asiantuntijaresurssien myynnistä.
- IT-investoinnit siirtyvät asiakkaan liiketoiminnan tukiprosesseja tehostavista investoinneista kohti liiketoiminnan ydinprosesseja tai itse lopputuotetta parantaviin investointeihin. Häviäjiä ovat liiketoiminnan tukiprosesseja ja erp-sidosryhmiä perinteisesti palvelleet toimijat. Hyötyjiä ovat uusien digitaalisten palveluiden kehittäjät, joilla on teknistä osaamista, taustajärjestelmien osaamista sekä liiketoimintaymmärrystä.
- IT-budjettien omistus asiakkailla hämärtyy ja siirtyy CIO-roolista yhä enemmän liiketoimintajohtajien ja markkinoinnin rooliin. 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.

IT-palvelumarkkinat 5/5

- Käyttäjakeskeisyyden ja asiakaskokemuksen nousu jatkuu. Nousevia alueita ovat esimerkiksi digitaalinen palvelumuotoilu, design ja asiakaskokemus. Osaaminen näillä alueilla nousee tärkeämmäksi kilpailutekijäksi IT-toimittajaa valitessa. Monet toimijat ovat paikanneet tätä aluetta yrityskaupoin. Hyötyjiä ovat olleet pienet luovat, design-keskeiset toimijat.
- Pilvimurros jakaa markkinoita uusiksi. Asiakkaiden IT-toimintoja viedään pilveen kiihtyvällä vauhdilla pilven hyötyjen takia ja siksi, että se on usein edellytys uusille digitaalisille liiketoimintamalleille. Hyötyjiä ovat ne, joilla on vahvaa omaa osaamista pilviteknologioissa. Merkittäviä häviäjiä ovat perinteisen paikallisen IT-infrastruktuurin toimittajat.
- Perinteinen ohjelmistolisenssien jälleenmyynti siirtyy pilveen ja ohjelmistotalot pyrkivät saamaan haltuunsa suurempaa osaa arvoketjusta SaaS-malleihin siirryttäessä. Ohjelmistojen jälleenmyyjien lisenssikomissiot ovatkin kutistuneet viime vuosina. Häviäjiä ovat lisenssien jälleenmyynnistä riippuvaiset toimijat. Hyötyjiä ovat asiakkaat.
- Asiakkaiden organisaatioiden siiloutuminen tulee olemaan IT-yhtiöiden myynnin haasteena. IT:n ostajana on tietohallinnon ohella yhä useammin markkinointi tai tuotekehitys, mutta digitaalisen liiketoiminnan rakentaminen vaatii näiden alueiden yhteispeliä ja kykyä hallita kokonaisuutta.

Voittajia ovat kokonaisuuksia hallitsevat toimijat, jotka osaavat puhutella myös asiakkaan liiketoimintajohtoa ja markkinointia.

- Data ja analytiikka on nousemassa jälleen yhdeksi markkinan kuumimmista trendeistä. Datasta on tulossa yhä useammalla toimialalla strateginen kilpailutekijä ja edellytys tulevaisuuden tekoälyratkaisuille. Haasteena asiakkailta on yhdistää data siiloutuneesta tietohallinnosta läpi koko organisaation myös markkinointiin ja liiketoimintajohtoon. Voittajia ovat IT-yhtiöt, joilla on yhdistettynä analytiikan, koneoppimisen ja liiketoiminnan ymmärrystä.
- Halvimpien offshore-resurssien merkitys kilpailutekijänä heikentyy edelleen, sillä uusia digitaalisia palveluita on vaikea toteuttaa luotettavasti, riittävän nopeasti ja kustannustehokkaasti toisella mantereella sijaitsevilla offshore-resursseilla. Ohjelmistorobotiikka heikentää edulliseen työvoimaan pohjautuvaa kilpailuetua entisestään. Nämä trendit palauttavat IT-osaamisen kustannuskilpailuetua Aasiasta Eurooppaan. Häviäjiä ovat toimijat, joiden kilpailuetu on perustunut puhtaasti offshoren kustannustehokkuuteen. Hyötyjiä ovat toimijat, jotka pystyvät yhdistämään paikallisen läsnäolon lähellä asiakasta sekä saavuttamaan riittävän kustannustehokkuuden hyödyntämällä nearshore- ja/tai offshore-resursseja oikeassa suhteessa. Lisäksi voittajia ovat ohjelmistorobotiikan osaajat.

Microsoft-ratkaisut 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-markkinassa muokkaavissa trendeissä. Näitä trendejä ovat esimerkiksi ohjelmistojen siirtyminen pilveen, mobiliteetti, esineiden internet, koneoppiminen ja analytiikka sekä tietoturva ja tietosuojat. Microsoft on johtavassa asemassa useilla IT-markkinan osa-alueilla, sen tarjonta on kilpailukykyinen ja sen pilviratkaisut ovat vahvassa kasvussa.

Microsoftin mukaan koronan myötä kahden vuoden digiloikka on tapahtunut kahdessa kuukaudessa. Etätö ja etäoppiminen, myynti ja asiakaspalvelu, kriittinen pilvi-infrastruktuuri ja turvallisuus on tehnyt vahvan harppauksen koronan pakottamana. Microsoftin tuotteista erityisesti verkkokokouspalvelu Teamsin käytön voidaan olettaa kasvaneen todella voimakkaasti. Korona loi samalla kovan testin pilvikapasiteetin kestävyydelle ja ymmärryksemme mukaan Azure onnistui hyvin vastaamaan räjähtäneeseen kysyntään.

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 myös itse käyttöön yhtenä ensimmäisenä maailmassa.

Innofactor uskoo myös Microsoftin voimakkaiden tuotekehityspanostusten turvaavan sen tuotteiden kilpailukykyä pitkällä aikavälillä. Microsoft käytti tuotekehitykseen 10-17 miljardia dollaria vuosittain tilikaudilla 2012-2019. Tuotekehityspanostusten taso on huomattavasti korkeampi kuin pääkilpailijoilla. Microsoft on toimitusjohtajansa Satay Nadellan johdolla siirtänyt fokustaan erityisesti digitransformaatioon, pilvialustoihin ja datalähtöiseen liiketoimintaa sekä ratkaisuihin, jotka ovat enemmän yhteensopivia kilpailijoiden ratkaisujen kanssa. Vuoden 2019 T&K kuluja kasvatti (15 % ja 17 miljardia dollaria) investoinnit pilvipalveluihin, tekoälyyn, peleihin sekä LinkedIn- ja GitHub-yritysostoihin. Microsoftin keskeisimpiä kilpailijoita eri yritysratkaisujen tuotealueilla ovat muun muassa IBM, Oracle, HewlettPackard, SAP (ERP), Amazon (pilvipalveluissa), Google ja Salesforce (CRM).

Microsoft on kärsinyt viimeisen vuosikymmenen aikana PC-myyntiin 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 Q3'20:llä oli jo 53 miljardia euroa verrattuna edellisen vuoden vastaavan ajanjakson 35 miljardiin euroon ja sitä edeltävään 23 miljardiin. Tuotetasolla Azure kasvoi 59 % (73 %), yrityspuolen Office 365 25 % (30 %), Dynamics 365 tuote 47 % (43 %) ja LinkedIn kasvoi 21 % (istunnot 24 %) Q3'20:lla.

Kasvu- %	FY15	FY16	FY17	FY18	FY19	Q3'20
Office Commercial tuote & pilvipalvelu	-1 %	1 %	7 %	11 %	13 %	13 %
Server tuote & pilvipalvelu	9 %	5 %	14 %	21 %	25 %	30 %
Dynamics tuote & pilvipalvelu	12 %	6 %	5 %	13 %	15 %	17 %
Yrityspalvelut	7 %	5 %	-2 %	5 %	5 %	6 %
Commercial cloud - liikevaihto	106 %	51 %	50 %	56 %	43 %	39 %
Office 365 Commercial*	74 %	45 %	31 %	41 %	33 %	25 %

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

Ohjelmistoratkaisujen siirtyessä pilveen on pilviratkaisuissa menestyminen keskeistä Microsoftin kilpailukykyyn kannalta. Markkinatutkimusyhtiö Gartnerin eri pilvimurroksen osa-alueiden (BI, IaaS ja CRM) Magic Quadrant -raporteissa Microsoft sijoittuu ainoana toimijana jokaisessa vertailussa edelleen Leaders-lokeroon. Asemointi on lähes edellisvuoden tasolla, mutta CRM-ratkaisuissa kilpailu vaikuttaa koventuneen. Gartnerin mukaan pilvi-infrastruktuurin markkina on voimakkaasta kasvustaan huolimatta edelleen hyvin vahvasti keskittymässä muutaman toimijan käsiin, joita ovat erityisesti Microsoft ja AWS. BI ja analytiikka -raportissa Microsoft ja Tableaun ovat vahvistaneet kärkiasemiaan, mutta samalla useampi kilpailija on myös parantanut asemiaan ja perästä kirii usea yhtiö.

Microsoftin kilpailuasema

Gartnerin Magic Quadrant for Business Intelligence and Analytics



Lähde: Gartner (tammikuu 2020)

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



Lähde: Gartner (heinäkuu 2019)

Gartnerin Magic Quadrant for the CRM Customer Engagement Center



Lähde: Gartner (huhtikuu 2018)

Kilpailu 1/2

Kilpailu ja vertailuryhmä

Kilpailijoina IT-generalistit ja erikoistujat

Suomen noin 3,5 miljardin euron IT-palvelumarkkina jakautuu suurten kansainvälisten generalistien (mm. Tieto, CGI, Fujitsu, Accenture, CapGemini), noin 20 Innofactorin kaltaisen keskisuuren 20-100 MEUR liikevaihtoluokassa olevan toimijan sekä lukuisten pienten toimijoiden kesken. Generalistit edustavat arviomme mukaan markkinasta yli 2 miljardin osuutta, keskisuuret toimijat yli miljardin osuutta ja pienemmät alle 100 henkilön yritykset loppuhäntää markkinasta. Suomen markkinalle kansainvälisesti vertailtaessa ominaista on vahva keskisuurten toimijoiden markkina.

Innofactorin kilpailijoita ovat suuret, usein kansainväliset IT-generalistit, keskisuuret IT-palveluyhtiöt sekä tiettyihin ratkaisuihin erikoistuneet pienet toimijat. Generalisteista esimerkkeinä voidaan mainita TietoEVERY, 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 TietoEVERYn tarjouskilpailuissa. Pienet ohjelmistokehittäjät (kuten Vincit, Reaktor ja Futurece) 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.

Perinteisten toimijoiden erottautumistekijät

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

IT-generalistit ovat tyypillisesti kehittäneet asiakkaidensa IT-järjestelmiä yli vuosikymmenen

ajan ja asiakkaiden IT-budjeteista merkittävä osa kuluu näiden olemassa olevien vanhojen järjestelmien ylläpitoon ja kehitykseen. Tämä yhdessä näiden toimijoiden oivaltavien sopimusrakenteiden kanssa turvaa suurten IT-palvelutalojen asemaa kilpailussa. Laajasta kritiikistä huolimatta suurten IT-generalistien asema markkinassa on ollut hyvin sementoitu.

Pienten toimijoiden erottautumistekijät

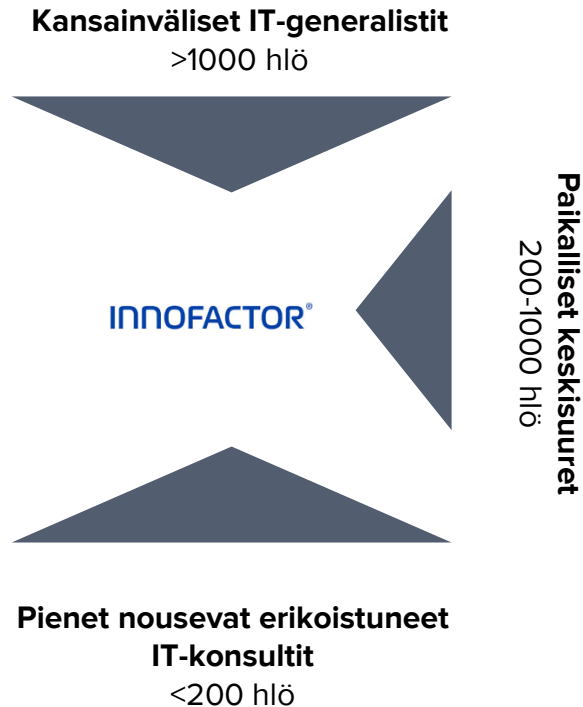
Pienet toimijat usein murtautuvat suuriin asiakkuuksiin muun ostajan kuin tietohallinnon kautta, jolloin ne eivät välttämättä kohtaa kilpailussa asiakkaan vakiintunutta järjestelmätoimittajaa. Nämä toimijat erottuvat tyypillisesti kilpailussa ketteryydellä, paremmalla palvelulla tai osaamisella erikoistumisalueessa.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

Markkinat ja arvoketju

Innofactor asemoituu kilpailullisesti markkinalla suurten generalistien ja uuden sukupolven ohjelmistokehitystalojen väliin, jolla on kokonaistarjooma verrattuna ohjelmistokehittäjiin ja on erikoistunut Microsoft-teknologiaan. Osaajakilpailun korostuessa ovat pienimmät, työnantajakuvaltaan vahvat digitaalisten palveluiden kehittäjät menestyneet hyvin, mutta viime vuosina ne ovat kohdanneet selkeitä kasvukipuja. Jatkossa arviomme mukaan kilpailun painopiste tulee suosimaan enemmän niitä yhtiöitä, joilla on vahvat asiakassuhteet, kun pelkkä osaajakilpailussa erottuminen ei enää riitä kilpailutekijänä.

	Ohjelmistokehittäjät	Keskisuuret	IT-generalistit
Esimerkki	Vincit, Futurice, Reaktor, Gofore	Digia, Solteq, Innofactor	Tieto, CGI, Accenture
Geeniperimä	Uudet digitaaliset palvelut, digitalisaatoratkaisut	Taustajärjestelmät, ulkoistus, infra ja ylläpito	Taustajärjestelmät
Vahvuudet	Osaajakilpailu Ketteryys Muutosnopeus Matala organisaatiomalli Asemoituminen kasvaville alueille Ei olennaisia projektiriskejä	Integraatio-osaaminen Taustajärjestelmien tuntemus Liiketoimintakriittisen toimittajan rooli Laaja tarjonta Vakiintunut asiakaskunta	Offshore/nearshore -kyvykkyydet Globaali toimituskyvykkyys Laajin tarjooma Vahva asiakaspito
Heikkoudet	Resurssivuokraajan rooliin jääminen Ylläpitokyvykkyydet Kyky toimittaa kokonaisratkaisuja	Projektiriskeille altistuminen Tarve uudistua ja investoida Välinpitoajan rooliin jääminen	Tarve jatkuvaan uudistumiseen Muutosnopeus Raskas organisaatio
Tyypillinen erikoistuminen	Kaikki asiakaskoot ja toimialat Valitut palvelualueet	Suuret/keskisuuret organisaatiot Usein toimialafokus Laaja tarjooma palvelualueita	Suuret/globaalit asiakkaat Laaja toimialaosaaminen Kaikki palvelualueet
Kasvu ja kannattavuus tällä hetkellä	Voimakas kasvu hidastunut selvästi Kannattavuuden paineessa	Maltillinen orgaaninen kasvu Yrityskaupat kasvuajurina Kohtalainen kannattavuus	Maltillinen orgaaninen kasvu Kasvu yrityskaupoin Hyvä kannattavuus
Konsolidaatio	Ostokohteina pienet erikoistujat, tavoitteena tarjooman laajentaminen	Ostokohteina pienet erikoistujat, tavoitteena tarjooman vahvistaminen, suuremmat fuusiot mahdollisia	Ostokohteina usein keskisuuret erikoistuneet toimijat, myös suuria fuusioita kansainvälisellä tasolla
Nyk. arvostustaso	EV/Liikevaihto >1x (ollut laskussa)	EV/Liikevaihto ~1x (ollut vakaa/nousussa)	EV/liikevaihto 1,5-2x (ollut vakaa)

Innofactorin asemoituminen ja kilpailutekijät



Innofactorin puolesta

- Kyvykkyys toimittaa ja ylläpitää liiketoimintakriittisiä järjestelmiä
- Vahva Microsoft osaaminen
- Tarjooman tuotteistus ja omat ohjelmistotuotteet
- Hyvä asema julkisella puolella Suomessa
- Elinkaaren kattava palvelutarjooma

Innofactoria vastaan

- Vastassa suuria generalisteja, joilla mittavat offshore-resurssit
- Useita pieniä ketteriä toimijoita haastajina
- Osaajamarkkinan kova kilpailu rajaa kasvua
- Muiden teknologioiden poissulkeminen

Kilpailu 2/2

Vertailuryhmän kasvu ja kannattavuus

Tarkastelemme sivun 27 kuviossa listattujen sekä listaamattomien suomalaisten ja muiden Pohjoismaisten IT-palveluyhtiöiden kasvua ja kannattavuutta. Vertailuun on tuotu mukaan Bilot ja poistettu Enea.

Vertailuryhmän kasvu vuositason 2015-2019 on ollut keskimäärin 18 % (2014-2018: 18 %), mitä selittää markkinan kasvu, monien pienten toimijoiden nopea kasvu sekä useiden toimijoiden yrityskaupat. Voimakkaimmin kasvaneet yhtiöt ovat pääasiassa laajentuneet yritysostoin (erityisesti Soltec ja Innofactor), mutta joukossa on myös vahvoja orgaanisia kasvajia (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 TietoEVERY, CGI, Know-IT).

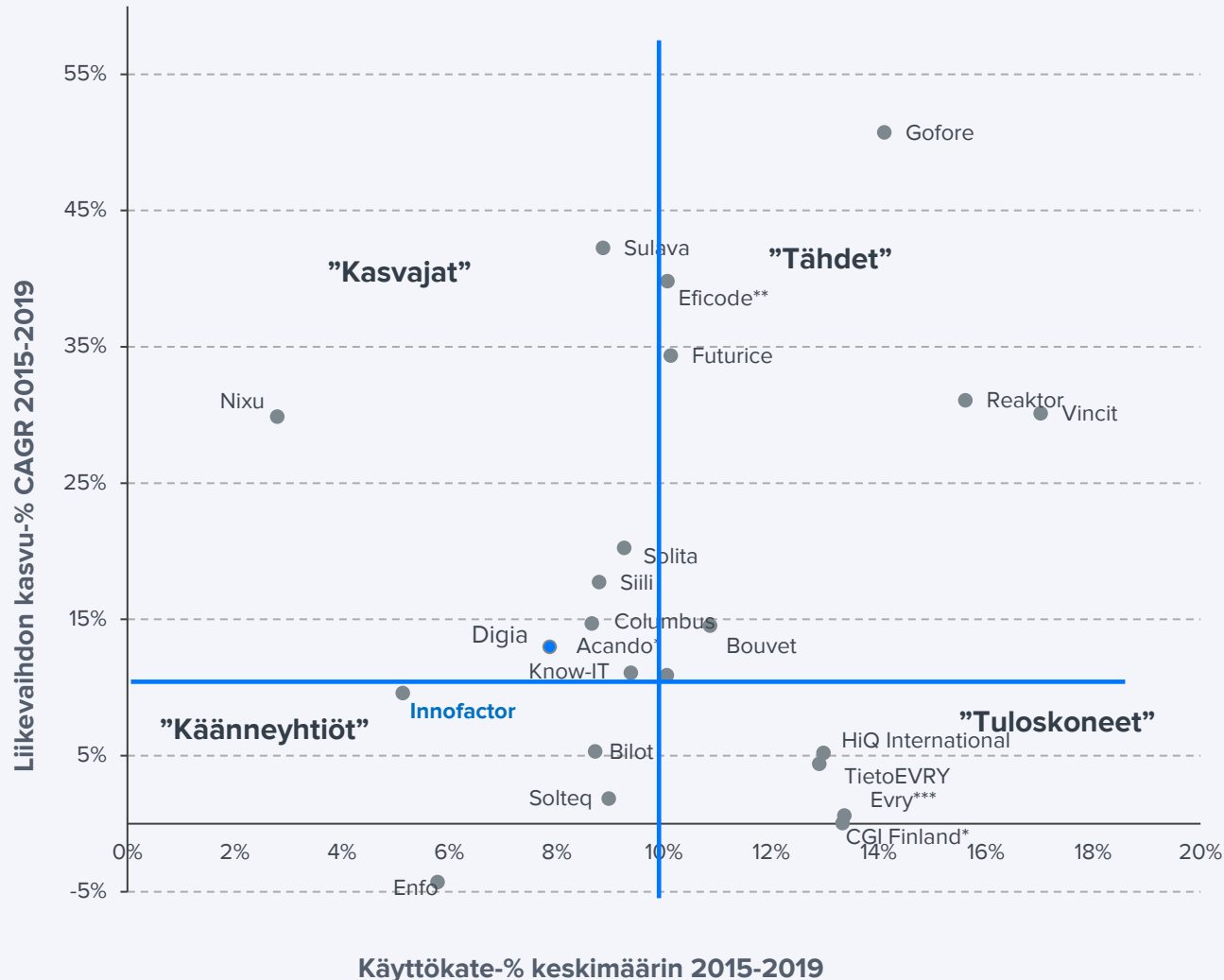
Kasvua tarkasteltaessa on havaittavissa, että Suomen IT-markkinalla pienet erikoistuneet toimijat ovat yltäneet selvästi nopeimpaan kasvuun. Tämä heijastaa perinteisen järjestelmäkehityksen kysynnän hiipumista ja IT-kysynnän painottumista uusille alueille, joihin pienemmät ja ketterämmät toimijat ovat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

kasvuvauhdin hidastumisena.

Kannattavuuden osalta vertailujoukon keskiarvo on 10 % käyttökatteella (EBITDA-%) mitattuna vuositason 2015-2019 (2014-2018 11,5 %). Innofactorin kannattavuus on ollut kyseisellä ajanjaksolla ja erityisesti edellisenä kolmena vuonna selvästi sektoria heikompi, vaikka kannattavuus parani huomattavasti viime vuonna. Yhtiöt ovat keskimäärin kannattavuudeltaan terveellä tasolla. IFRS-16 muutos nosti IFRS-kirjanpidossa olleiden yhtiöiden EBITDA-%:ia noin 1-3 %-yksikköä vuodelta 2019 (efekti laimeampi keskiarvoja katsottaessa), mikä heikentää vertailukelpoisuutta vuotta 2019 edeltävään jaksoon ja erityisesti FAS-kirjanpidossa oleviin yhtiöihin. IT-palveluiden toimialalla olemme pitäneet yli 10:n % EBITDA-tasoa hyvänä kannattavuustasona (ilman IFRS-16 vaikutusta). Yksinumeroisiin kannattavuustasoihin yhtiöiden ei pitäisi olla tyytyväisiä. Suuret generalistit Tieto ja CGI ovat tehneet hyvää kannattavuutta hitaasta kasvusta huolimatta, mikä perustuu niiden vahvaan markkina-asemaan ja ohjelmistoliiketoimintaan.

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

Kilpailukentän kehitys



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

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

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

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

Lähde: Inderes, yhtiöt ja Asiakastieto

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

Luvut sisältävät IFRS-16 muutoksen vuoden 2019 osalta

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 vahvistaminen fokuksessa

Innofactor saavutti syksyn 2016 Lumagate-kaupan myötä visionsa mukaisen Microsoft-pohjaisten ratkaisujen ykköstoimittajan aseman Pohjoismaissa. Näin ollen yhtiön strategia siirtyi seuraavan vaiheeseen. Vuosina 2017-2019 Innofactor pyrkii ensisijaisesti yhtenäistämään tarjontansa Pohjoismaissa valitsemillaan osa-alueilla. Vuonna 2020 yhtiö keskittyy ymmärryksemme mukaan navigoimaan koronaviruksen läpi ja vahvistamaan ulkomaan toimintoja, jotta tehokkuutta ja skaalautuvuutta saadaan paremmin irti. Yritystotot tulevat jatkossakin olemaan osa kasvua, mutta yritysjärjestelyiden suhteellinen osuus kasvusta pienenee.

Yhtiön fokus on yhä ulkomaisten liiketoimintojen vahvistamisessa sekä pohjoismaisen organisaation rakentamisessa sekä tehokkuudessa, minkä pitäisi tukea asteittaista kannattavuuden paranemisen jatkumista. Strategian onnistuminen ei ole enää vahvasti hyvien yrityskauppakohteiden 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

irralaisia yhtiöitä eikä synergioita saada hyödynnettyä. Vuoden 2018 lopulla yhtiö siirtyi kevyempään itseohjautuvaan organisaatorakenteeseen, mikä näyttää lukujen valossa hyvin onnistuneelta. Muutoksessa organisaatiotasoa karsittiin ja esimiesten määrää vähennettiin Suomessa, sillä historiallisena haasteena oli liian raskas ja kallis organisaatorakenne.

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

Viime vuosi oli Innofactorin strategian toimeenpanon kannalta käänne parempaan kahden vuoden heikon kehityksen jälkeen. Yhtiön tehostamistoimet vuoden 2018 lopulla purivat ja myyntiorganisaatio saatiin vahvempaan iskukuntoon. Lisäksi yhtiön pahimmat ongelmat Tankassa ja erityisesti Ruotsissa saatiin ratkottua viime vuoden lopulla. Ymmärryksemme mukaan sisäisessä tehokkuudessa on kuitenkin vielä selvää potentiaalia realisoitavissa erityisesti laskutusasteiden kautta.

Strategia 2/3

Taloudelliset tavoitteet

Innofactor julkisti vuonna 2016 strategian yhteydessä kunnianhimoiset taloudelliset tavoitteet. Ensimmäisen vuoden haasteiden myötä yhtiö kuitenkin lykkäsi tavoitteiden saavuttamisen aikataulua. Yhtiö tavoittelee 20 %:n kasvua ja 20 %:n käyttökatetta pitkällä aikavälillä pitämällä kassavirta positiivisena ja turvaamalla rahoituksellinen vakavaraisuus. Lähivuosina yhtiö tavoittelee vähintään markkinan kasvua. Vuonna 2020 yhtiö arvio, että IT-palvelumarkkinat eivät kasva Pohjoismaissa koronaepidemian aiheuttamien talousvaikeuksien takia. Yhtiö pyrkii osinkopolitiikan mukaan maksamaan osinkona yli 10 %:n käyttökatemarginaalin tason ylittävän osuuden.

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

- Keskittyminen toimialoihin ja asiakassegmentteihin, joissa on suurin kasvupotentiaali ja skaalautuvuus muihin pohjoismaihin.
- Tehostaa tuotteiden ja palveluiden myyntiä. Innofactorin myyntiorganisaatio on vuonna 2019 saanut vahvasti kehitettyä tilauskantaa.
- Digitaalisilla markkinointipanostuksilla ja paremmilla myynnin kyvykkyyksillä tehostetaan myyntiä.
- Keskittyminen osaamisen hallintaan, rekrytointiin ja resurssoinnin optimointiin pohjoismaisella tasolla. Tämä vaatii arviolta vielä töitä, ja toimintojen vahvistaminen on yksi yhtiön tämän vuoden prioriteeteista.

Yhtiön historiallinen kasvu on ollut vahvasti yrityskauppavetoista. Yhtiö kasvoi keskimäärin 18 % vuosina 2011-2019, josta arviomme mukaan 12 %-yksikköä oli yrityskauppavetoista. Innofactorin 20 %:n orgaanisen kasvun tavoite on kunnianhimoinen ja vaatii hyvää onnistumista niin myynnissä kuin rekrytoinneissa. Emme odota Innofactorin yltävän sen tavoittelemaan 20 %:n orgaanisen kasvuun, mutta uskomme yhtiön pystyvän kiihdyttämään kasvua koronan yli katsottuna IT-palvelumarkkinan suotuisan kysynnän tukemana.

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

- Siirtää tarjoomaa ja liikevaihdon painopistettä vahvemmin omiin tuotteisiin ja palveluihin, mikä on toteutunut jo useamman vuoden ajan.
- Kehittää omaa henkilöstöä, jotta asiakkaat ovat valmiita maksamaan korkeamman hinnan, mikä on arviolta hankalaa lyhyellä aikavälillä.
- Siirtyä itseohjautuviin tiimeihin ja vähentää organisaatiotasoa. Innofactor siirtyi tähän suuntaan vuoden 2018 lopulla.
- Parantaa laskutusastetta turhan työn tai ei-laskutettavan työn minimoimisella. Tässä yhtiö eteni hyvin vuonna 2019 ja arviomme tämän osalta yhtiöllä olevan lyhyellä aikavälillä edelleen selvää potentiaalia.

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 ja nykyiseltä tasolta. Toimialan keskimääräiset EBITDA-%:t liikkuvat yli 10 %:ssa ja parhailla toimijoilla lähes 20 %:n tasolla. Siten 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 arvonnluonnista 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 ennakoon. 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 velkavipun käyttö yritysostoihin on perusteltua.

Strategia 3/3

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. Vuonna 2015 toteutetun Cinteros- ja 2016 lopussa toteutetun Lumagate-kaupan integroinnissa oli myös haasteita. Ostettujen kohdeyhtiöiden yrittäjät ovat pääasiassa lähteneet Innofactorista ja johtoryhmän suuri vaihtuvuus on oletettavasti hidastanut operatiivista kehitystä.

Innofactor järjesteli alkuvuodesta 2020 rahoitustaan ja otti 3 MEUR lisää lainaa varautuakseen mahdollisiin yritysostoihin. Arvioimme yhtiön ensisijaisesti hakevan yritysostokohteita ulkomailta vahvistaakseen kyseisiä markkinoita, jotta niissä saavutetaan Suomen markkinan kaltaisia mittakaavaetuja sekä vahvempia synergioita Pohjoismaisella tasolla.

Viimeisimmät yrityskaupat

Joulukuussa 2015 Innofactor osti vahvassa kasvussa olleen ruotsalaisen Cinterosin, jonka liikevaihto oli arviolta noin 11 MEUR ja käyttökatemarginaali 9 %. Cinterosin kauppahinta vastasi arviomme mukaan noin 0,7x EV/Liikevaihto -kerrointa ja oli näin ollen edullinen. Yhtiön kehitys oli arviomme mukaan hyvää aina vuoteen 2017 asti, jolloin johdon earn-out loppui. Ruotsin maajohtaja vaihtui vuoden 2018 alussa. Vuosina 2018-2019 Ruotsin liikevaihto laski noin 10-15 %.

Vuoden 2016 lokakuussa Innofactor toteutti Lumagate-yrityskaupan, jolla yhtiö vahvisti asemiaan Pohjoismaissa ja sai läsnäolon myös

Norjaan strategisten tavoitteidensa mukaisesti. Kaupantekohetkellä Lumagaten vuoden 2016 liikevaihdoksi arvioitiin 11 MEUR ja käyttökatemarginaaliksi 7 %. Lumagaten Q4'16 konsolidoitu tulos jäi kuitenkin selvästi ennusteesta ja tämän myötä lisäkauppahinta aleni 3,7 MEUR:lla. Tämän myötä 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.

Vuoden 2020 alussa Innofactor teki pienen yrityskaupan kun yhtiö nosti Arc Technologiesin omistuksen 19%:sta 45 %:iin ja toukokuussa sitovan peruuttamattoman sopimuksen nostaa omistus 100 %:iin vuoden 2020 lopussa. Vuoden 2020 osalta Arc Technology Oy nostaa Innofactorin liikevaihtoa arviolta noin 1 MEUR.

Yrityskauppojen merkitys pienenee jatkossa

Innofactor keskittyy nykyisessä strategiavaiheessaan todennäköisesti kooltaan hieman pienempiin joidenkin kymmenien osaajien kokoihin yrityksiin, joiden avulla yhtiö pyrkii vahvistamaan tarjontansa kattavuutta maakohtaisesti. Siten yritysostojen painoarvo pienenee. Maakohtaisesti pidämme todennäköisempänä, että yhtiö vahvistaisi Ruotsin tai Tanskan markkina-asemaa.

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 GitHub-oston myötä. Innofactoriin nähden teknologiariippumattomien kilpailijoiden etuna on se, että ne pystyvät valitsemaan useiden teknologioiden joukosta aina asiakaahan 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



Historiallinen kehitys

Historiallinen kasvu ollut vahvaa, osittain kannattavuuden kustannuksella

Innofactorin pitkän aikavälin liikevaihdon kasvu on ollut voimakasta ja erityisesti yrityskauppavetoista. Yhtiön kasvu on osittain tullut kannattavuuden kustannuksella, joka on jäänyt sektorin muiden yhtiöiden tasosta. Yhtiö ylsi yli 20 %:n EBITDA-tasoihin vielä ennen listautumistaan, minkä jälkeen kannattavuus on asettunut alle 10 %:n tuntumaan, mitä voidaan pitää yhtiön toimialalla välttävänä kannattavuustasona. Vuosina 2017-2018 kannattavuus oli selkeämpi pettymys, mutta parani viime vuonna.

Innofactorin liikevaihto kasvoi vuosina 2011-2018 keskimäärin 20 % vuodessa yrityskauppojen vetämänä. Yhtiön kertaeristä oikaistu EBITDA-% on ollut 8,1-12,1 % välillä vuosina 2011-2016 ja -2 % - 2 % vuosina 2017-2018. Historiassa yhtiö on yltänyt kohtalaiseen kannattavuuteen kasvusta huolimatta. Raportoitu EBITDA-% on ollut vuosina 2011-2016 noin 6,5-10,0 %:n välillä. Innofactorin kannattavuuden heilahtelut ovat olleet viime vuosina melko suuria yhtiön verrokkeihin nähden ja kannattavuuden rajut muutokset ovat arviomme mukaan osin heijastuneet myös yhtiön osakekurssin volatiliteettiin.

2019: Oli käänne parempaan

Innofactorin liikevaihto kääntyi 2 %:n kasvuun vuonna 2019, erittäin vaikean (-4 %) vuoden 2018 jälkeen. Yhtiön vuoden 2018 myyntiorganisaation muutokset purivat hyvin ja tilauskanta kasvoi vahvasti (keskimäärin 88 % ja 62 % Q4:llä) läpi koko vuoden tehden vahvemman pohjan kestävämmälle kasvulle. Henkilöstön määrä laski

alkuvuonna hieman ja oli 538 vuoden lopussa (2018: 550). Tämä heijastelee yhtiön organisaatiomuutoksia, joilla on saatu aikaa selkeä parannus tehokkuudessa ja liikevaihdossa työntekijää kohden.

Käyttökatemarginaali nousi vuonna 2019 erittäin ripeästi ja oli 8 % liikevaihdosta (2018: -2 %). Käyttökatemarginaalia tuki liikevaihdon kääntymisen kasvuun (laskutusasteet), tehostamistoimet 2018 lopulla (2,4 MEUR) ja IFRS-16 muutos (1,7 MUR). Käyttökate kasvoi 5,1 MEUR:oon vuonna 2019 (2018: -1,0). Arviomme mukaan myös yhtiön oma tuoteliiketoiminta ja etenkin Dynasty-tuote tukivat käännettä.

Viime vuosina IT-markkinan osaajakilpailussa henkilöstön vähennykset ovat sektorin yhtiöille hyvin poikkeuksellisia, mutta Innofactorin tapauksessa yhtiön oli tärkeää laittaa oma operatiivinen suorituskyky kuntoon ennen kasvuvaihteelle siirtymistä. Arvioimme mukaan laskutusasteissa on vielä selvää parantamisen varaa, mikä tukee kannattavuuspotentiaalia.

Tase ja rahoitus

Innofactorin tase on vahvistui vuonna 2019 ja Q1'20:n lopun omavaraisuusaste oli 44 % ja nettovelkaantumisaste 37 % (Q1'19 66 %) ilman IFRS-16 velkoja. Yhtiön positiivisen kannattavuuskehityksen myötä yhtiön tase on nyt terveemmällä pohjalla. Tasetta vahvisti viime vuonna hieman myös Innofactorin järjestämä 0,6 MEUR:n henkilöstöanti. Henkilöstöannissa tarjottiin merkittäväksi 1,2 miljoonaa uutta Innofactorin osaketta ja se merkittiin täysimääräisesti.

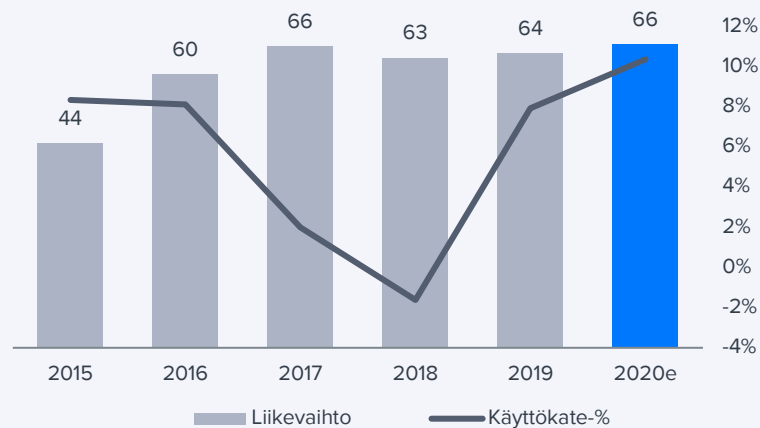
Yhtiöllä oli ensimmäisen neljänneksen lopussa kassassa 0,9 MEUR käteistä. Yhtiön kassa on ollut jatkuvasti tehokkaassa käytössä ja yhtiö on konsolidoinut markkinaa rahoittaen yrityskaupat pankkilainalla ja omalla osakkeella. Innofactor nosti Q1'20:n jälkeen 3 MEUR lisää lainaa varautuakseen mahdollisiin yritysostoihin.

Innofactorilla oli ensimmäisen neljänneksen lopussa taseessaan jäljellä 3,1 MEUR:n edestä yrityskauppoihin liittyviä aktivoituja asiakassuhteita ja teknologioita, joita yhtiö poistaa IFRS3-poistojen mukaisesti arviomme mukaan noin 2,0 MEUR vuodessa. Tällä on kirjanpidollinen negatiivinen tulosvaikutus, jonka oikaisemme vertailukelpoisuuden takia yhtiön liikevoitosta ja osakekohtaisesta tuloksesta. Liikearvoa yhtiöllä oli ensimmäisen neljänneksen lopussa taseessa noin 26 MEUR. Lisäksi yhtiöllä oli 5,6 MEUR verosaamisia taseessa ensimmäisen neljänneksen lopussa.

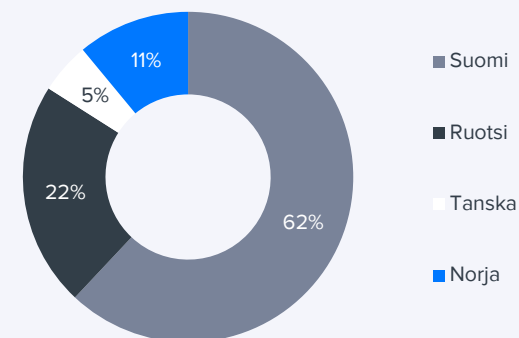
Yhtiö ei historiallisesti ole maksanut osinkoa, vaan on käyttänyt kaiken kassavirran yrityskauppojen ja kasvun rahoittamiseksi.

Historiallinen kehitys

Liikevaihdon ja kannattavuuden kehitys



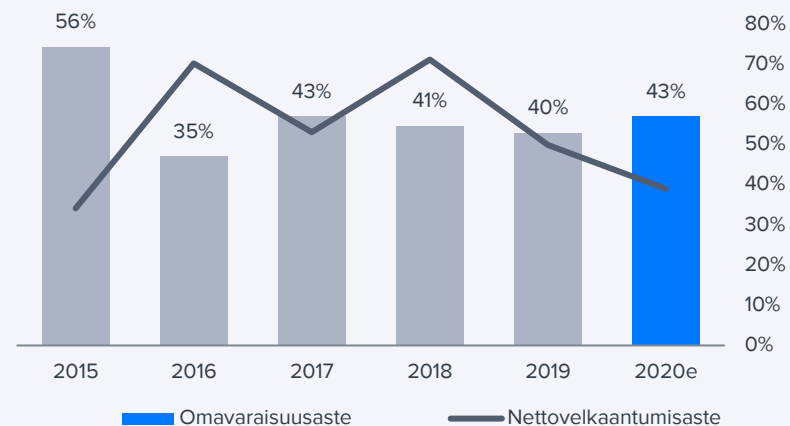
Liikevaihto maittain, Q1'20



Innofactorin tase, Q1'20



Taseen avainlukujen kehitys



Ennusteet ja arvonnääritys 1/3

Ennustamme käänteen jatkuvan koronasta huolimatta

Innofactor odottaa vuoden 2020 liikevaihdon ja käyttökatteen kasvavan vuodesta 2019, jolloin liikevaihto oli 64,2 MEUR ja käyttökatte 5,1 MEUR. Lisäksi Innofactor arvioi, että IT-palvelumarkkinat eivät kasva Pohjoismaissa vuonna 2020 koronaepidemian aiheuttamien talousvaikeuksien takia.

Yhtiön liiketoiminta näyttää olevan kokonaisuutena vahvemmassa kunnossa kuin ennen koronaa ennakoimme. Lisäksi koronan vaikutukset jäävät näillä näkymin maltillisiksi. Q1-raportti oli nyt viides tulostuskäänteen neljännes ja käänne voimistui. Yhtiön tilauskanta sekä myynnin näkymä tukee kasvun ja kannattavuuskehityksen jatkumista.

Innofactor avasi Q1-raportissaan hyvin koronan vaikutuksia ja varotoimenpiteitään. Vaikutukset näyttävät jäävän suhteellisen pieniksi. Q2:n kasvun ja kannattavuuden odotetaan jäävän Q1:n tasosta, mutta tämä ei yllätä Q1:n vahvuus huomioiden. H2:n näkyvyys riippuu vielä paljon siitä, millä aikataululla rajoituksia saadaan purettua Pohjoismaissa. Yhtiö olettaa, että rajoitukset saadaan purettua pääosin viimeistään elokuussa 2020.

Liikevaihdon kehitystä vuonna 2020 tukee Arc Technology -yrittyskauppa noin 1 MEUR:lla ja tilauskanta (Q1: +32 %). Arvioimme liikevaihdon kasvavan 3 % 66 MEUR:oon. Lisäksi yhtiö on kertonut kiihdyttävänsä rekrytointeja, joka tukee liikevaihdon kehitystä tänä ja ensi vuonna. Yhtiö järjesteli myös rahoitustaan alkuvuonna ja pidämme mahdollisena, että yhtiö palaa

yrittyskauppojen polulle saatuaan jälleen laitettua kotipesän kuntoon, mikä tukisi kasvua.

Innofactorin tilauskanta on osin monivuotista ja painottuu vaihtelevasti eri tuote-alueille (Dynasty-tuotteella vahva tilauskanta) ja maantieteellisesti arviomme mukaan Suomeen. Näin tilauskanta ei suoraan heijastu rajuna kasvuna ja olennaista on saada tilauskanta osa-alueittain ja maantieteellisesti hajautetummaksi. Erityisen tärkeää olisi saada vahvistettua tilauskanta muissa pohjoismaissa.

Ennustamme käyttökatteen kasvavan tänä vuonna 6,8 MEUR:oon vastaten 10,4 % liikevaihdosta (2019: 5,1 ja 7,9 %). Odotamme IFRS3-poistojen olevan 0,5 MEUR:n kvartaalitasolla. Oikaistun liikevoiton arvioimme olevan 4,2 MEUR tai 6,4 % liikevaihdosta. Tulosta ennen veroja painaa kirjanpidollinen sisäisten velkojen valuuttakurssimuutoksista aiheutunut -0,9 MEUR:n valuuttakurssitappio, joka ei ole kassavirtavaikutteinen. Näin ennustamme osakekohtaisen oikaistun tuloksen nousevan vain sentillä 0,08 euroon viime vuodesta.

Keskipitkän ja pitkän aikavälin ennusteet

Arvioimme Innofactorin yltävän nykyrakenteella 3 %:n orgaaniseen vuotuiseseen kasvuun sekä reilun 10 %:n EBITDA-marginaaliin vuosina 2021-2023. Ennusteemme ovat yhtiön lähivuosina tavoittelevan vähintään markkinan kasvun (vuonna 2019 3-5 %) haarukan alalaidassa. Yhtiön IFRS3-poistot loppuvat arviolta H2'21:lla, jos uusia yrittyskauppoja ei tule sitä ennen. Huomioiden koronan luoma epävarmuus ja yhtiön lähijohdon vaikeudet, pidämme kasvuennusteet varovaisina. Kannattavuusennusteemme olettaa käytännössä

vielä sektoria hieman heikompaa tasoa (sektorin keskimääräinen 2014-2019 EBITDA-% 10 % sis. FAS-kirjanpidon yhtiöt). Yhtiöllä pitäisi olla edellytykset sektoria parempaan kannattavuustasoon omien tuotteiden ja suuren jatkuvan liiketoiminnan kasvun myötä, mutta pidämme ennusteemme vielä toistaiseksi konservatiivisena johtuen viime vuosien heikosta kehityksestä kannattavuudessa.

Ennustamme yhtiön IFRS3-poistoista oikaistun osakekohtainen tuloksen olevan 0,09 euroa vuonna 2021 ja nousevan 0,10 euroon vuonna 2022. Käyttökatte-%:n ollessa 10 %:n tuntumassa emme odota yhtiöltä osinkoja tulevina vuosina.

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 2023 ennustamme Innofactorin liikevaihdon pysyvän 2,5-3,0 %:n tasolla ikuisuusoletukseen asti. Samalla odotamme kannattavuuden asteittain laskevan kohti 9 %:n EBITDA-% ikuisuusoletuksessa. Näin ollen yhtiö jää ennusteessamme selvästi 20 %:n orgaanisen kasvun ja 20 %:n käyttökatemarginaalin tavoitteesta myös pitkällä aikavälillä. Selkeästi tavoitetason alapuolelle jääminen ei kuitenkaan ole osakkeen kannalta negatiivista, sillä markkinat eivät hinnoittele yhtiölle olennaista tulosparannusta.

Kvartaaliennusteet

Tuloslaskelma	2017	2018	Q1'19	Q2'19	Q3'19	Q4'19	2019	Q1'20	Q2'20e	Q3'20e	Q4'20e	2020e	2021e	2022e	2023e
Liikevaihto	65,7	63,1	16,1	16,7	14,0	17,4	64,2	17,2	16,9	14,1	17,9	66,1	68,1	70,1	72,2
Käyttökate	1,3	-1,0	0,9	1,1	1,5	1,6	5,1	2,0	1,4	1,4	2,1	6,8	7,1	7,3	7,5
Poistot ja arvonalennukset	-2,8	-2,8	-1,0	-1,0	-1,3	-1,1	-4,3	-1,1	-1,1	-1,1	-1,1	-4,5	-4,7	-2,7	-2,8
Liikevoitto ilman kertaeriä	0,6	-1,8	0,4	0,7	0,8	1,0	2,8	1,3	0,7	0,8	1,4	4,2	4,1	4,7	4,8
Liikevoitto	-1,5	-3,9	-0,1	0,2	0,3	0,5	0,8	0,8	0,3	0,3	0,9	2,3	2,4	4,6	4,8
Nettorahoituskulut	-0,1	0,1	-0,1	-0,3	-0,2	-0,2	-0,8	-0,9	-0,2	-0,2	-0,2	-1,5	-0,5	-0,2	0,0
Tulos ennen veroja	-1,6	-3,8	-0,2	-0,1	0,0	0,3	0,0	-0,1	0,1	0,1	0,8	0,9	1,9	4,4	4,8
Verot	0,3	0,6	0,1	0,1	0,1	0,1	0,4	0,3	0,0	0,0	-0,2	0,1	-0,4	-0,9	-1,0
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	0,0
Nettotulos	-1,3	-3,2	-0,1	0,0	0,1	0,4	0,4	0,2	0,1	0,1	0,6	1,0	1,5	3,5	3,8
EPS (oikaistu)	0,01	-0,07	0,01	0,01	0,02	0,02	0,07	0,02	0,01	0,02	0,03	0,08	0,09	0,10	0,10
EPS (raportoitu)	-0,04	-0,09	0,00	0,00	0,00	0,01	0,01	0,01	0,00	0,00	0,02	0,03	0,04	0,09	0,10

Tunnusluvut	2017	2018	Q1'19	Q2'19	Q3'19	Q4'19	2019	Q1'20	Q2'20e	Q3'20e	Q4'20e	2020e	2021e	2022e	2023e
Liikevaihdon kasvu-%	10,1 %	-3,8 %	-2,0 %	-2,1 %	1,4 %	9,7 %	1,7 %	6,2 %	1,4 %	1,0 %	2,8 %	2,9 %	3,0 %	3,0 %	3,0 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%		-424,9 %	524 %	-636 %	-205 %	-193 %	-253 %	215 %	12 %	1 %	42 %	50 %	-2 %	13,1 %	2,1 %
Käyttökate-%	2,0 %	-1,6 %	5,4 %	6,8 %	11,0 %	8,9 %	7,9 %	11,6 %	8,2 %	10,0 %	11,5 %	10,4 %	10,4 %	10,4 %	10,4 %
Oikaistu liikevoitto-%	0,9 %	-2,9 %	2,6 %	4,0 %	5,4 %	5,7 %	4,4 %	7,7 %	4,4 %	5,4 %	7,8 %	6,4 %	6,1 %	6,7 %	6,6 %
Nettotulos-%	-1,9 %	-5,0 %	-0,5 %	0,0 %	0,9 %	2,1 %	0,6 %	1,3 %	0,4 %	0,6 %	3,3 %	1,5 %	2,2 %	5,0 %	5,3 %

Lähde: Inderes

Ennusteet ja arvonmääritys 2/3

Sijoitusnäkemys

Näkemyksemme mukaan Innofactorin arvostuksen asemointi on vähitellen kipuamassa ulos käännetyhtiöiden lokerosta, mikä tukee osaketta. Yhtiötä on viime vuosina hinnoiteltu melko matalilla arvostuskertoimilla johtuen useammasta pettymyksestä ja näistä seuranneesta heikommasta luottamuksesta yhtiöön. Vuoden 2019 käänteen edettyä osake on noussut merkittävästi, mikä on ollut perusteltua, koska yhtiö vältti kriisiytymisskenaariota, joka näytti uhkaavalta vielä vuoden 2018 lopulla. Kokonaisuutena käänne on ollut muutenkin odotuksia ripeämpi. Yhtiöllä on edelleen töitä tehtävänä käänteen voimistumisen ja kestävyys eteen. Käänne on edennyt nyt viisi neljännestä peräkkäin, mikä antaa luottoa stabiilimpaan kehitykseen.

Osakkeen arvoajurit olemme jakaneet lyhyelle (1-4) ja pitkälle (5-6) aikavälille. Keskeiset arvoajurit ovat seuraavat:

- 1) Yhtiön kyky nostaa kannattavuus kestävästi paremmalle tasolle.
- 2) Kyky saada kaikki maat vähintään IT-palvelumarkkinan tasoiseen, 3-5 %:n orgaaniseen kasvuvauhtiin.
- 3) Sijoittajien luottamuksen palauttaminen käänteen jatkumisen myötä.
- 4) Onnistuminen yrityskauppojen jälkeisen organisaation vahvistamisessa, jotta kaikkien maiden tehokkuus saadaan hyvälle tasolle.
- 5) Kyky sitoa kokonaisuus yhtenäisellä

tarjoomalla, jolloin synergiat maiden välillä saadaan realisoitua.

- 6) 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 ”normaalissa” kireässä osajamarkkinatilanteessa ja koronaepävarmuudessa.

Käänne on edennyt hyvin reilun vuoden aikana, mutta töitä on vielä tehtävänä organisaation vahvistamisessa ja yhtenäistämässä. Lisäksi yhtiön useat vaikeudet historiassa ulkomaantoimintojen osalta ovat edelleen kolkuttelemassa takaraivossa.

Keskeiset riskit ovat mielestämme seuraavat:

- Suurimpana lyhyen aikavälin riskinä näemme koronatilanteen pahenemisen/pitkittymisen
- Uusien haasteiden ilmentyminen. Historiassa yhtiöllä on ilmentynyt useita yllättäviä haasteita, erityisesti muissa pohjoismaissa.
- Onnistuminen muiden pohjoismaiden vahvistamisessa ja organisaation yhtenäistämässä
- Uusissa yrityskaupoissa integraation epäonnistuminen. Yhtiöllä on ollut haasteita

useissa integraatioissa.

- Microsoftin markkina-aseman heikentyminen IT-markkinassa yritysratkaisuihin. Microsoftin markkina-asema on edelleen vahva, mutta IT-markkina kehittyä ja muuttuu nopeasti.
- IT-markkinan suotuisan syklin kääntyminen, mikä edellyttäisi makrotalouden käännettä heikompaan.

Arvostuskertoimet

Innofactoria on viime vuosina hinnoiteltu melko matalilla arvostuskertoimilla johtuen useammasta pettymyksestä ja näistä seuranneesta heikommasta luottamuksesta yhtiöön. Vuodesta 2019 jatkuneen käänteen myötä yhtiön arvostus on noussut perustellusti merkittävästi. Tulokasvun myötä osake on kuitenkin edelleen maltillisesti arvostettu, erityisesti huomioiden muiden pohjoismaiden potentiaali.

Ensisijaisesti käyttämämme arvostuskertoimet Innofactorille ovat P/E ja EV/EBIT. Yritysarvoon (EV) pohjautuvien (erityisesti EV/EBITDA) kertoimien vertailukelpoisuutta verrokkiyhtiöihin vaikeuttaa IFRS- ja FAS-kirjanpitosääntöjen erot ja tästä johtuen näiden informaatioarvo voi jäädä heikoksi. Innofactorin vuokravastuut on eroteltu pois, eivätkä ne näy yritysarvoa laskettaessa. Osingosta ei saada vielä tukea Innofactorin hinnoittelulle, sillä yhtiön kannattavuus ja osinkopolitiikka eivät tässä vaiheessa anna näkyvyyttä osingonmaksun mahdolliseen ajankohtaan.

Ennusteet ja arvonmääritys 3/3

Ennusteillamme Innofactorin tämän ja ensi vuoden oikaistut P/E-luvut ovat 12x ja 10x, mikä on absoluuttisesti maltillinen taso yhtiön käänne huomioiden. P/E-luvut on oikaistu yrityskauppojen kirjanpidollisista IFRS3-poistoista. EV/EBIT-kertoimet ovat 10x ja 9x, mitkä ovat absoluuttisesti varovaisen maltilliset. Näkemyksemme mukaan osakkeelle voidaan hyväksyä asteittain hieman korkeampaa absoluuttista arvostusta käänteen vankistuksessa.

Näkemyksemme mukaan osakkeelle voidaan hyväksyä hieman ”normaalia” korkeampi P/E-taso johtuen yhtiön korkeista verosaamisista ja siitä, etteivät verokulut ole yhtiölle rahavirtavaikuttaisia. 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.

Vertailuryhmä

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.

Yleisesti pidämme IT-palveluyhtiöitä edelleen houkuttelevana sektorina omistaa johtuen alan

vahvoista kysyntäfundamenteista, koronan yli katsottuna. IT-palvelusektorin arvostustasot ovat palautuneet koronaa edeltävälle tasolle. Korona on toki nostanut tummia pilviä lyhyen aikavälin kehityksen suhteen, mutta IT-palvelusektorin Q1-tuloskausi sujui kautta linjan odotuksia paremmin ja koronan vaikutukset vaikuttavat jäävän ennakoitua lievemmiksi. Yhtiöiden näkyvyys toiselle neljännekselle oli suhteellisen hyvä ja tulosten odotetaan olevan vielä terveellä pohjalla, mikä on yleisen markkinan lisäksi tukenut arvostuksen palautumista. Näkyvyys toiseen vuosipuoliskoon on kuitenkin heikko ja epävarmuus pysyy korkealla.

Yhtiöiden välisten arvostusten hajonta on edelleen suhteellisen suurta ja kuvastaa näkemyksemme mukaan yhtiöiden eri strategioita ja niiden implementointien eri vaiheita. IT-markkinan murroksesta kärsineitä yhtiöitä tai heikomman tuloskehityksen yhtiöitä on hinnoiteltu selvästi muuta joukkoa maltillisemmin ja alle 1x EV/liikevaihto -kertoimella, kuten Innofactor 0,6x ja Solteq 0,8x. Näiden yhtiöiden, kuten myös Digan ja TietoEVRY:n jatkuvan liiketoiminnan tuomat vahvuudet nousevat kuitenkin nykyisessä kireässä osajamarkkinassa vahvemmin esille. Vastaavasti esimerkiksi Goforen ja HIQ:n suhteelliset arvostukset ovat olleet huomattavasti korkeammalla, jopa noin 1,5x EV/liikevaihto -kertoimen tasolla, joka kuvaa yhtiöiden parempaa kannattavuutta ja kasvua sekä voimakasta tuloskasvua.

Innofactorin hinnoittelu asettuu tuloskertoimia tarkastellessa kokonaisuudessaan sektorin halvimpaan päähän. Yhtiötä hinnoitellaan selvästi

(noin 30 %) alle IT-palvelusektorin vuosien 2020-2021 P/E- ja EV/EBIT-luvuilla. Verosaamiset nostavat edelleen arvostuksen houkuttelevuutta. EV/Liikevaihto -kertoimen osalta yhtiön hinnoittelu on myös selvästi vertailuryhmän tasoa alempi, vaikka kannattavuus on parantunut selvästi.

Näkemyksemme mukaan osakkeelle voidaan hyväksyä asteittain korkeampaa arvostusta tuloskäänteen jatkuessa ja ollessa vankemmalla pohjalla. Tästä johtuen osakkeen arvonnousua ajaa sekä tuloskasvu että hyväksyttävät kertoimet.

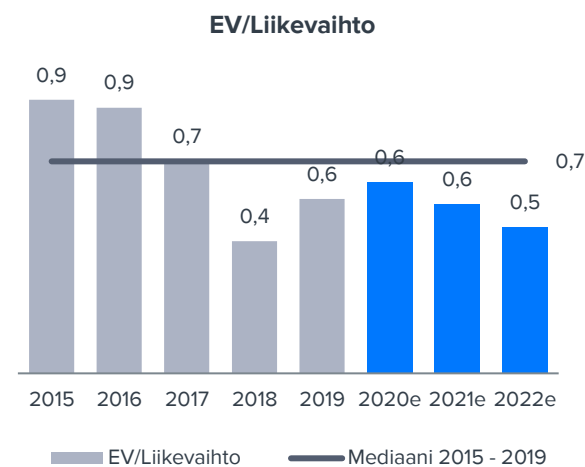
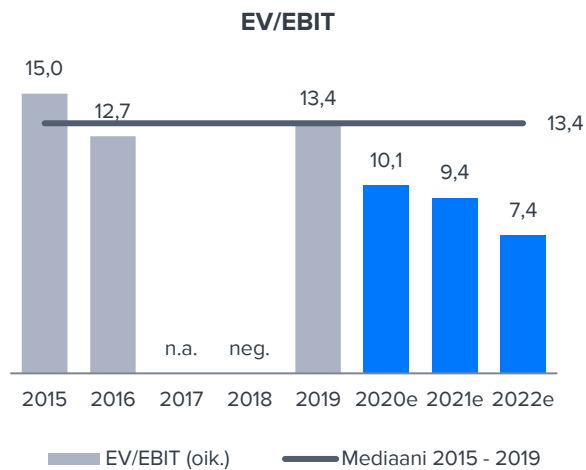
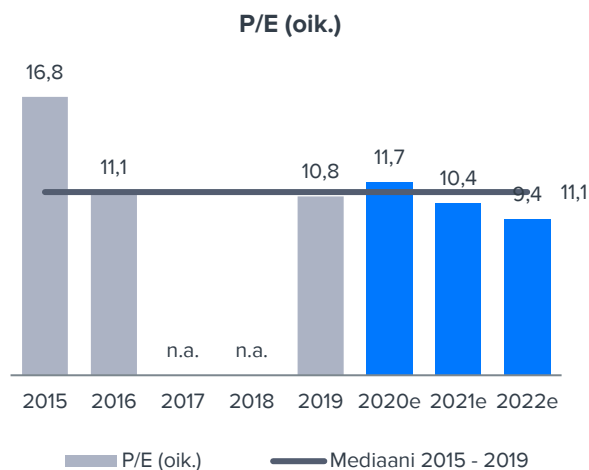
DCF-analyysi

DCF-mallimme osakekohtainen arvo Innofactorin osakkeelle on 1,12 euroa. Ennustemallissamme yhtiö kasvaa lähivuosina 2020-2023 3 %:n vauhtia ja saavuttaa noin 10 %:n EBITDA-marginaalin. Pitkällä aikavälillä (2023 jälkeen) kasvu pysyy samalla tasolla (2,5 % terminaalissa) ja EBITDA-% vakiintuu 8 %:n tasolle. Mallissa yhtiön tuloslaskelman verot eivät ole rahavirtavaikuttaisia Suomessa, koska yhtiö pystyy hyödyntämään voittoja taseen verosaamista vastaan. Mallissa ikuisuusoletuksen (terminal-vuosi) painoarvo on 49 %. Rahavirtamallissa käyttämämme pääoman kustannus (WACC) on 8,5 % ja oman pääoman kustannus 9,4 %. Näin myös kassavirtamalli melko konservatiivisilla ennusteilla tukee osakkeen tällä hetkellä maltillista hinnoittelua.

Arvostus yhteenveto

Arvostustaso	2015	2016	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e	2023e
Osakekurssi	0,98	1,15	0,94	0,36	0,72	0,90	0,90	0,90	0,90
Osakemäärä, milj. kpl	33,5	32,9	36,2	36,2	36,8	37,4	37,4	37,4	37,4
Markkina-arvo	33	38	34	13	27	34	34	34	34
Yritysarvo (EV)	41	54	47	28	38	43	39	35	30
P/E (oik.)	16,8	11,1	n.a.	n.a.	10,8	11,7	10,4	9,4	8,8
P/E	21,2	24,6	neg.	neg.	63,3	33,9	22,6	9,5	8,8
P/Kassavirta	26,7	neg.	neg.	neg.	2,7	8,9	8,1	7,6	7,3
P/B	1,3	1,7	1,3	0,6	1,2	1,5	1,4	1,2	1,1
P/S	0,7	0,6	0,5	0,2	0,4	0,5	0,5	0,5	0,5
EV/Liikevaihto	0,9	0,9	0,7	0,4	0,6	0,6	0,6	0,5	0,4
EV/EBITDA (oik.)	11,1	11,1	36,1	neg.	7,4	6,2	5,5	4,7	4,0
EV/EBIT (oik.)	15,0	12,7	n.a.	neg.	13,4	10,1	9,4	7,4	6,3
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

Yhtiö	Osakekurssi	Markkina-arvo MEUR	Yritysarvo MEUR	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%	
				2020e	2021e	2020e	2021e	2020e	2021e	2020e	2021e	2020e	2021e
Nixu	7,70	57	64		42,8	128,3	18,3	1,2	1,1		59,2		0,2
Bouvet	480,00	453	450	20,4	16,9	16,2	13,5	2,1	1,9	26,8	22,2	3,4	4,4
Digia	5,16	137	161	14,4	13,0	9,5	8,9	1,1	1,1	15,0	13,7	2,2	2,7
Enea	166,80	338	380	24,7	17,7	16,2	12,1	4,3	3,7	26,6	19,2		1,5
HiQ International	43,25	227	217	12,2	11,0	9,9	9,1	1,3	1,2	16,7	14,5	7,2	7,9
Siili	8,88	62	63	9,7	9,7	6,7	6,7	0,8	0,7	11,7	11,5	3,8	5,2
Solteq	1,20	23	49	19,7	14,1	7,0	5,5	0,8	0,8	120,0	20,0	1,3	3,3
TietoEVRY	23,76	2793	3854	14,7	12,1	9,6	8,5	1,4	1,4	13,7	11,4	5,3	5,4
KnowIT	147,60	267	273	8,8	8,1	7,0	6,6	0,8	0,8	11,2	10,7	4,6	5,5
Vincit	4,41	53	51	17,0	12,7	8,5	7,3	1,0	0,9	15,8	12,3	3,2	3,4
Gofore	8,36	116	101	16,9	12,6	12,2	9,6	1,4	1,3	25,3	19,0	3,0	3,3
Bilot	6,99	26		11,3	8,7	10,0	7,8	0,9	0,8	21,2	17,0	2,4	2,9
Innofactor (Inderes)	0,90	34	43	10,1	9,4	6,2	5,5	0,6	0,6	11,7	10,4	0,0	0,0
Keskiarvo				15,4	14,9	20,1	9,5	1,4	1,3	27,6	19,2	3,6	3,8
Mediaani				14,7	12,7	9,8	8,7	1,2	1,1	16,7	15,8	3,3	3,4
Erotus-% vrt. mediaani				-31 %	-26 %	-36 %	-37 %	-46 %	-48 %	-30 %	-34 %	-100 %	-100 %

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

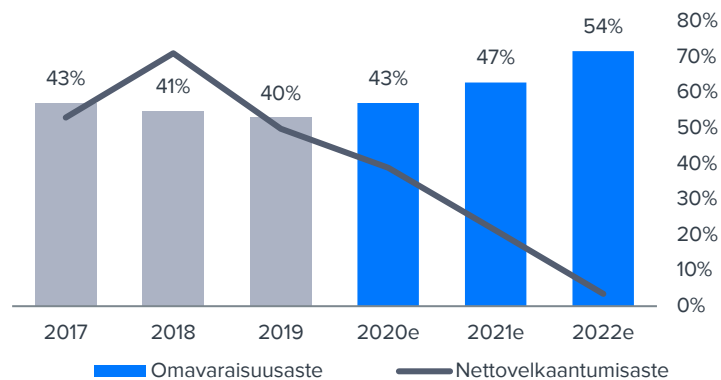
Tase

Vastaavaa	2018	2019	2020e	2021e	2022e
Pysyvät vastaavat	38,6	41,3	39,8	37,6	36,9
Liikearvo	26,1	26,0	26,0	26,0	26,0
Aineettomat hyödykkeet	6,1	3,7	2,1	0,2	0,4
Käyttöomaisuus	0,5	5,3	5,3	5,3	5,3
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1
Muut sijoitukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset varat	0,2	0,6	0,6	0,6	0,6
Laskennalliset verosaamiset	5,6	5,6	5,7	5,4	4,5
Vaihtuvat vastaavat	13,3	14,4	14,2	14,6	15,4
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	13,1	13,4	13,9	14,3	14,7
Likvidit varat	0,3	1,0	0,3	0,3	0,7
Taseen loppusumma	51,9	55,7	54,0	52,2	52,3

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2018	2019	2020e	2021e	2022e
Oma pääoma	21,3	22,1	23,1	24,6	28,2
Osakepääoma	2,1	2,1	2,1	2,1	2,1
Kertyneet voittovarot	-1,3	-0,9	0,0	1,5	5,1
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Muu oma pääoma	20,4	20,9	20,9	20,9	20,9
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pitkäaikaiset velat	6,6	7,8	11,1	7,4	5,4
Laskennalliset verovelat	1,2	0,8	0,8	0,8	0,8
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lainat rahoituslaitoksilta	5,4	3,7	7,0	3,3	1,3
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,0	3,3	3,3	3,3	3,3
Lyhytaikaiset velat	24,0	25,8	19,7	20,2	18,7
Lainat rahoituslaitoksilta	10,0	8,3	2,3	2,3	0,3
Lyhytaikaiset korottomat velat	14,0	15,9	15,9	16,3	16,8
Muut lyhytaikaiset velat	0,0	1,6	1,6	1,6	1,6
Taseen loppusumma	51,9	55,7	54,0	52,2	52,3

Taseen avainlukujen kehitys



DCF-malli

DCF-laskelma	2019	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	TERM
Liikevoitto	0,8	2,3	2,4	4,6	4,8	4,5	3,8	3,9	4,0	4,1	4,2	
+ Kokonaispoistot	4,3	4,5	4,7	2,7	2,8	2,8	2,9	3,0	3,0	3,1	3,2	
- Maksetut verot	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,9	-0,9	-0,9	
- verot rahoituskuluista	-0,2	0,2	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
+ verot rahoitustuotoista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Käyttöpääoman muutos	3,2	-0,5	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	
Operatiivinen kassavirta	8,1	6,6	7,0	7,3	7,6	7,4	6,8	7,0	6,3	6,4	6,6	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	3,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoninvestoinnit	-7,0	-2,8	-2,9	-2,9	-3,0	-3,0	-3,1	-3,1	-3,2	-3,2	-3,3	
Vapaa operatiivinen kassavirta	4,4	3,8	4,2	4,4	4,6	4,4	3,7	3,9	3,1	3,2	3,3	
+/- Muut	5,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	9,8	3,8	4,2	4,4	4,6	4,4	3,7	3,9	3,1	3,2	3,3	56,2
Diskontattu vapaa kassavirta		3,6	3,7	3,6	3,5	3,0	2,4	2,3	1,7	1,6	1,5	25,9
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		52,8	49,1	45,5	41,8	38,4	35,4	33,0	30,7	29,0	27,4	25,9
Velaton arvo DCF		52,8										
- Korolliset velat		-12,0										
+ Rahavarat		1,0										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		0,0										
Oman pääoman arvo DCF		41,7										
Oman pääoman arvo DCF per osake		1,12										

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-premio	4,75 %
Likviditeettipremio	0,70 %
Riskitön korko	3,0 %
Oman pääoman kustannus	9,4 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	8,5 %

Lähde: Inderes

Rahavirran jakauma jaksoittain

2020e-2024e

33%

2025e-2029e

18%

TERM

49%

■ 2020e-2024e ■ 2025e-2029e ■ TERM

Yhteenveto

Tuloslaskelma	2017	2018	2019	2020e	2021e	Osakekohtaiset luvut	2017	2018	2019	2020e	2021e
Liikevaihto	65,7	63,1	64,2	66,1	68,1	EPS (raportoitu)	-0,04	-0,09	0,01	0,03	0,04
Käyttökate	1,3	-1,0	5,1	6,8	7,1	EPS (oikaistu)	0,01	-0,07	0,07	0,08	0,09
Liikevoitto	-1,5	-3,9	0,8	2,3	2,4	Operat. kassavirta / osake	-0,03	-0,01	0,22	0,18	0,19
Voitto ennen veroja	-1,6	-3,8	0,0	0,9	1,9	Vapaa kassavirta / osake	-0,04	-0,04	0,27	0,10	0,11
Nettovoitto	-1,3	-3,2	0,4	1,0	1,5	Omapääoma / osake	0,69	0,59	0,60	0,62	0,66
Kertaluontoiset erät	-2,0	-2,0	-2,0	-1,9	-1,7	Osinko / osake	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Tase	2017	2018	2019	2020e	2021e	Kasvu ja kannattavuus	2017	2018	2019	2020e	2021e
Taseen loppusumma	58,6	51,9	55,7	54,0	52,2	Liikevaihdon kasvu-%	10 %	-4 %	2 %	3 %	3 %
Oma pääoma	25,1	21,3	22,1	23,1	24,6	Käyttökateen kasvu-%	-73 %	-179 %	-594 %	34 %	3 %
Liikearvo	26,4	26,1	26,0	26,0	26,0	Liikevoiton oik. kasvu-%	-87 %	-425 %	-253 %	50 %	-2 %
Nettovelat	13,3	15,2	11,1	9,0	5,3	EPS oik. kasvu-%	-90 %	-820 %	-190 %	16 %	12 %
Kassavirta	2017	2018	2019	2020e	2021e	Käyttökate-%	2,0 %	-1,6 %	7,9 %	10,4 %	10,4 %
Käyttökate	1,3	-1,0	5,1	6,8	7,1	Oik. Liikevoitto-%	0,9 %	-2,9 %	4,4 %	6,4 %	6,1 %
Nettokäyttöpääoman muutos	-2,5	0,7	3,2	-0,5	0,1	Liikevoitto-%	-2,2 %	-6,1 %	1,2 %	3,5 %	3,5 %
Operatiivinen kassavirta	-1,1	-0,4	8,1	6,6	7,0	ROE-%	-5,3 %	-13,7 %	1,9 %	4,4 %	6,2 %
Investoinnit	-0,1	-0,9	-7,0	-2,8	-2,9	ROI-%	-3,7 %	-10,2 %	2,3 %	7,0 %	7,6 %
Vapaa kassavirta	-1,3	-1,3	9,8	3,8	4,2	Omavaraisuusaste	42,8 %	41,0 %	39,7 %	42,9 %	47,2 %
						Nettovelkaantumisaste	53,1 %	71,2 %	49,9 %	38,9 %	21,3 %
Suurimmat omistajat	% osakkeista					Arvostuskertoimet	2017	2018	2019	2020e	2021e
Ensio Sami	21,1 %					EV/Liikevaihto	0,7	0,4	0,6	0,6	0,6
Ilmarinen	4,8 %					EV/EBITDA (oik.)	36,1	neg.	7,4	6,2	5,5
Jyrki Hallikainen	3,9 %					EV/EBIT (oik.)	83,2	neg.	13,4	10,1	9,4
Laiho Rami Tapani	3,4 %					P/E (oik.)	91,2	neg.	10,8	11,7	10,4
Linturi Kaija ja Risto	3,4 %					P/B	1,3	0,6	1,2	1,5	1,4
						Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %

Lähde: Inderes

IT-palvelusektorin yrityskauppoja pohjoismaissa

IT-palvelusektorin yrityskauppoja Pohjoismaissa

Päivämäärä	Ostaja	Kohde	Liikevaihto MEUR	EBITDA MEUR	EBITDA-%	Henkilöstö	Enterprise Value MEUR	EV/Sales	EV/EBITDA
marras.19	Solita	Ferrologic	13,1			100			
marras.19	Fellowmind	eCraft ja Orango							
kesä.19	Tieto	Evry	1290	180	14 %	9400		1,4x	9x
kesä.19	Digia	Accountor Enterprise Solutions	12,7	0,8		114	9,0	0,7x	6x
touko.19	Eficode	Praqma (SE, NO, DK)	5,5			46			
maalis.19	Nixu	Ezenta (DK)	8,8					0,7x-0,9x	
maalis.19	Nixu	Vesper Group (SE)	2					1,0	
maalis.19	CGI (tarjous)	Acando (SE ja 2018 tot. luvut)	280	28	10 %	2100	410	1,5x	14,6x
helmi.19	Digia	Starcut	~1,5		~5 %	19			
helmi.19	Gofore	Silver Planet	7,2	1,8	0,3	40	10,8	1,5x	6,0x
tammi.19	eCraft	Evry (Fi - Dynamics toiminnot)				40			
tammi.19	Vincit	LeanCraft	3,0	>1	>30%		5,5	1,8x	5,5x
loka.18	Elisa	Fenix Solutions	2,7	0,6	>20%		4,5-5,4	1,7x-2,0x	7,5x-9,0x
elo.18	Infosys	Fluidio	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	Silli	Vala Group (Siilin omistus 60 %)	5,8	1,4	0,2	80	6,0	1,7	7,0
huhti.18	Apax Digital Fund	Solita	76,1			650			
maalis.18	Viria	BitFactor	14,0			150			
maalis.18	Digia	Avarea	3,6			41			
huhti.18	Sofigate	Csolutor (FI)	6,9			50			
tammi.18	Sofigate	Headstart (FI)	5,0						
tammi.18	Solteq	TM United A/S (DK)	4,8	0,5	0,1	35	3,5	0,7x	7,3x
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	Silli	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			

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 prosenttiero. Suosituspolitiikka on neliportainen suosituksen myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään neljä kertaa vuodessa yhtiöiden osavuosikatsausten yhteydessä, mutta suosituksia ja tavoitehintoja voidaan muuttaa myös muina aikoina markkinatilanteen mukaisesti.

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

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

Osta >15 %

Lisää 5-15 %

Vähennä -5-5 %

Myy < -5 %

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

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

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

Suositus historia (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
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 €
24.7.2019	Lisää	0,68 €	0,63 €
30.10.2019	Lisää	0,80 €	0,75 €
26.2.2020	Lisää	0,90 €	0,78 €
1.4.2020	Vähennä	0,68 €	0,66 €
5.5.2020	Lisää	0,90 €	0,84 €
23.6.2020	Lisää	0,95 €	0,90 €



Inderes on alusta, joka yhdistää pörssiyhtiöt ja sijoittajat. Tuotamme laadukasta analyysia ja sisältöä yli 60 000 aktiiviselle Inderes-yhteisön jäsenelle.

Me uskomme, että avoin tieto on jokaisen sijoittajan perusoikeus. Takaamme sijoittajille vapaan pääsyn palkitun analyysin, näkemyksellisten videosisältöjen ja interaktiivisen yhteisön pariin. Yhteisömme tukee jäseniensä kasvua paremmiksi sijoittajiksi.

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

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

Inderes Oy

Itämerentori 2
00180 Helsinki
+358 10 219 4690

Palkittua analyysiä osoitteessa www.inderes.fi

Palkinnot



**STARMINE
ANALYST AWARDS
FROM REFINITIV**



**THOMSON REUTERS
ANALYST AWARDS
WINNER**



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

Suositus- ja
ennustetarkkuus



2014, 2016, 2017, 2019

Suositusarkkuus



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

Suositus- ja
ennustetarkkuus



2012, 2016, 2018, 2019

Suositusarkkuus



2015, 2018

Suositus- ja
ennustetarkkuus



2017, 2019

Suositusarkkuus



2017

Suositusarkkuus



2018

Ennustetarkkuus



2019

Suositusarkkuus

**Analyysi kuuluu
kaikille.**