

# Vincit

## Laaja raportti

25.5.2023 08:25



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



**Frans-Mikael Rostedt**  
+358 44 327 0395  
frans-mikael.rostedt@inderes.fi

# Askelmerkit takaisin sektorin kärkisijoille ovat selvät

Vincit on muokannut tarjontaansa viime vuosina yritysostoin ja erityisesti Bilot-fuusio toi laajempaa osaamista, maantieteellistä presenssiä ja paransi kilpailukykyä. Yhtiön päivitetty strategia heijastelee uutta kokonaisuutta ja tarkempia fokusalueita. Yhtiö päivitti myös taloudelliset tavoitteensa, jotka ovat osin kunnianhimoiset, mutta samalla myös saavutettavissa. Yhtiöllä on nyt selkeät askelmerkit paluusta sektoria parempaan tekemiseen, joskin ennustamme omaa historiaa heikompaa vauhtia. Osakkeen arvostuskuva on suhteellisen varovaisilla ennusteillamme hyvin houkutteleva (2023e EV/EBIT 7x). Toistamme osta-suosituksen ja 6,0 euron tavoitehinnan.

## Vincitin tarjonta laajentunut fuusion myötä

Vincit toimii nyt käytännössä kahdessa eri pelissä: digitaalisen kehityksen kiihdyttäjänä ja digitaalisen liiketoiminnan transformaatioissa. Digitaalisen kehityksen kiihdytyksessä se toimittaa kehitystiimejä ja asiantuntijoita korkeamman digitaalisen maturiteetin toimijoille. Vincit sai Bilotin myötä rakennettua itselleen integraatio- ja taustajärjestelmäosaamisen, jonka täysin omatoiminen rakentaminen on haastavaa ja työlästä. Uudella kokonaisuudella tulisi olla laajempi palvelutarjoama, suurempi toimituskyky ja uskottavuus sekä kauttaaltaan parempi kokonaiskilpailukyky. Yhtiön ydin palveluliikevaihto vastaa ~97 % ja tuoteliikeytoiminta 3 % liikevaihdosta. Palveluliiketoiminnasta ~87 % tulee Euroopasta ja 13 % USA:sta. Vincit on viime vuosina laajentunut vahvemmin julkiseen sektoriin, mutta asiakaspaino on yhä vahvasti yksityisellä sektorilla.

## Uusi strategia heijastelee uutta kokonaisuutta – Taloudelliset tavoitteet ovat realistiset

Vincit päivitti strategiansa heijastelemaan Bilot-fuusiosta syntynyttä uutta kokonaisuutta, molempien liiketoimintojen vahvuuksia sekä vahvempaa fokusta tekemiseen ja asiakaskuntaan. Vincit tavoittelee strategiakauden 2023–2025 aikana 20 %:n vuotuista liikevaihdon kasvua, mikä sisältää epäorgaanisen kasvun ja on kunnianhimoinen, mutta saavutettavissa. Lisäksi yhtiön EBITA-tavoitetaso on jatkuvasti yli 10 % liikevaihdosta, mikä on hyvin saavutettavissa ja yhtiöllä on potentiaalia myös selvästi parempaan. Yhdysvalloissa liikevaihtotavoite on noin 30 % konsernin liikevaihdosta strategiakauden lopussa, mikä tarkoittaa kunnianhimoista yli 50 %:n kasvua ja indikoi myös selkeästi uusia yritysostoja.

## Ennustamme sektoria hieman parempaa kehitystä, mutta potentiaalia on vielä parempaan

Vincitin kilpailukyky on arviomme mukaan parantunut Bilot-fuusion myötä. Ennustamme Vincitin kasvavan 27 % (orgaanisesti 7 %) 107 MEUR:oon Bilot-fuusion ja laskutusasteiden ajamana vuonna 2023. Yhtiö fokusoi tänä vuonna erityisesti kannattavuuteen ja ennustamme EBITA-%:n nousevan mittavien kulusäästöjen ja laskutusasteiden ajamana 8,4 %:iin vuonna 2023 (2022 pro forma 5,2 %). Vuosina 2024-2025 odotamme Vincitin kasvun olevan varovaisesti 6-8 % ja oikaistun liikevoiton nousevan yli 10 %:iin. Lisäksi yhtiöllä on vahva kassa epäorgaaniseen kasvuun.

## Arvostuskuva puoltaa vahvaa positiivista näkemystä osakkeesta

Sijoitusprofiililtaan Vincit on tällä hetkellä käännehtiö, joka on fuusion jälkeen valmis jälleen kiihdyttämään kasvua ja parantamaan kannattavuutta. Osakkeen arvostus vuoden 2023 P/E- ja EV/EBIT-kertoimilla on 11x ja 7x tai 31 % alle suomalaisten verrokkien. Osakkeen arvostuksessa on ohjeistuksen alalaidassa olevien ennusteiden kautta jo mielestämme selvää turvamarginaalia, erityisesti tulosmielessä. Tavoitehintamme vastaa EV/EBIT <10x kerrointa. Näkemysemme mukaan yhtiöllä tulisi olla potentiaalia ennusteitamme ja sektoria parempaan tekemiseen, jolloin osakkeessa on tuloskasvun lisäksi kertoimissa nousuvaraa. Tuloskasvusta (~20 %), osingosta (~4 %) ja kertoimien nousuvarasta muodostuva tuotto-odotus, kipuaa heittämällä yli 20 %:n ja ylittää selvästi oman pääoman tuottovaateen.

## Suositus

### Osta

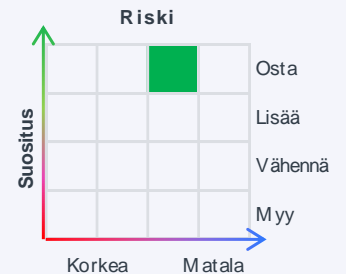
(aik. Osta)

**6,00 EUR**

(aik. 6,00 EUR)

### Osakekurssi:

4,60



## Avainluvut

	2022	2023e	2024e	2025e
<b>Liikevaihto</b>	85	107	116	123
<b>kasvu-%</b>	38 %	27 %	8 %	6 %
<b>EBIT oik.</b>	5,2	9,0	10,6	12,8
<b>EBIT-% oik.</b>	6,1 %	8,4 %	9,1 %	10,4 %
<b>Nettotulos</b>	-0,3	3,7	5,0	6,8
<b>EPS (oik.)</b>	0,32	0,42	0,50	0,61

<b>P/E (oik.)</b>	13,2	11,0	9,2	7,6
<b>P/B</b>	1,7	1,8	1,7	1,6
<b>Osinkotuotto-%</b>	3,6 %	3,7 %	4,3 %	4,8 %
<b>EV/EBIT (oik.)</b>	11,4	7,1	5,6	4,2
<b>EV/EBITDA</b>	16,3	6,7	5,3	4,0
<b>EV/Liikevaihto</b>	0,7	0,6	0,5	0,4

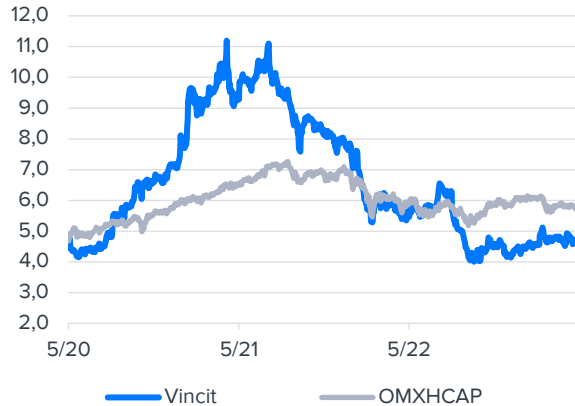
Lähde: Inderes

## Ohjeistus

(Ennallaan)

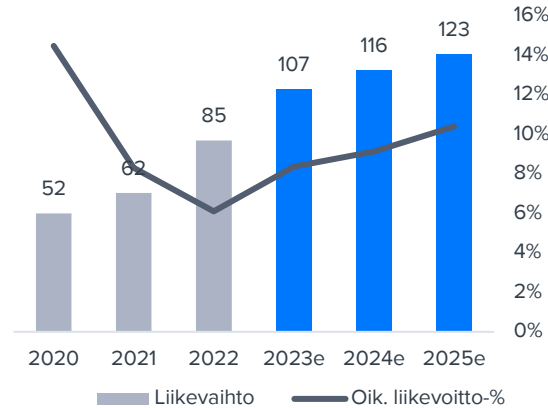
Vincit arvioi liikevaihdon olevan yli 105 MEUR, mikä tarkoittaa vähintään ~5 %:n orgaanista kasvua. Lisäksi yhtiö ohjeistaa EBITAn olevan 7-11 % liikevaihdosta vuonna 2023.

## Osakekurssi



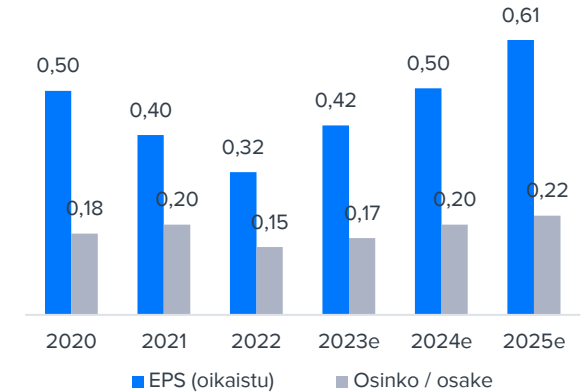
Lähde: Millstream Market Data AB

## Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

## Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes



## Arvoajurit

- Fuusion mahdolliset uudet kulusynergiat ja liikevaihtosynergiat
- USA:n asiakkuuksien toimitus Euroopasta tukee kannattavuutta
- Markkinalla vahvat kysyntäfundamentit, erityisesti keskipitkällä- ja pitkällä aikavälillä
- Markkinaa nopeampi orgaaninen kasvu
- Onnistuminen skaalautuvissa tuoteliiketoiminnassa ja ohjelmistoylläpidossa
- Vahva kasvu historiallisesti osoituksena kilpailueduista
- Julkisen sektorin vahvempi laajentuminen
- Yritysosot
- Kannattavuudessa potentiaalia parantaa palvelu- ja tuoteliiketoiminnan myötä



## Riskitekijät

- Asiakaskysynnän heikentyminen lyhyellä aikavälillä
- Henkilöstön ja vahvan kulttuurin säilyttäminen
- Kansainvälistymiseen liittyvät riskit
- Työntekijöiden saatavuus ja vaihtuvuus
- Teknologia valintojen epäonnistuminen (SAP)
- Asiakashintojen hidas kehitys ja palkkainflaation jatkuminen selvästi kovempaan
- Tuoteliiketoiminnan strategian ja kehityksen epäonnistuminen
- Yritysosojen epäonnistuminen
- Operatiivisen heilunnan jatkuminen
- Yleinen geopoliittinen tilanne

Arvostustaso	2023e	2024e	2025e
Osakekurssi	4,60	4,60	4,60
Osakemäärä, milj. kpl	16,4	16,4	16,4
Markkina-arvo	75	75	75
Yritysarvo (EV)	64	59	54
P/E (oik.)	11,0	9,2	7,6
P/E	20,5	15,0	11,1
P/Kassavirta	14,1	10,3	8,2
P/B	1,8	1,7	1,6
P/S	0,7	0,7	0,6
EV/Liikevaihto	0,6	0,5	0,4
EV/EBITDA (oik.)	6,7	5,3	4,0
EV/EBIT (oik.)	7,1	5,6	4,2
Osinko/tulos (%)	75,7 %	65,2 %	53,1 %
Osinkotuotto-%	3,7 %	4,3 %	4,8 %

Lähde: Inderes

# Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	<b>5-14</b>
IT-palvelumarkkinat	<b>15-24</b>
Kilpailu	<b>25-29</b>
Strategia ja taloudelliset tavoitteet	<b>30-34</b>
Historiallinen kehitys	<b>35-36</b>
Ennusteet	<b>37-39</b>
Sijoitusprofiili	<b>40-42</b>
Arvonmääritys	<b>43-45</b>
Taulukot	<b>46-51</b>
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	<b>52</b>

# Vincit lyhyesti

Vincit auttaa asiakkaitaan kaupallisten kyvykkyyksien transformaatiossa ja digitaalisen kehityksen kiihdyttämisessä päämarkkinoinaan Pohjoismaat ja USA.

## 14 % kasvu ja 8 %:n kannattavuus

Keskimääräinen kasvu ja oik. liikevoitto-% vuosina 2019-2022, Bilot Pro Forma

## 101 MEUR (+13 % vs. 2021)

Liikevaihto 2022, Bilot Pro Forma

## ~15 % ja 3 %

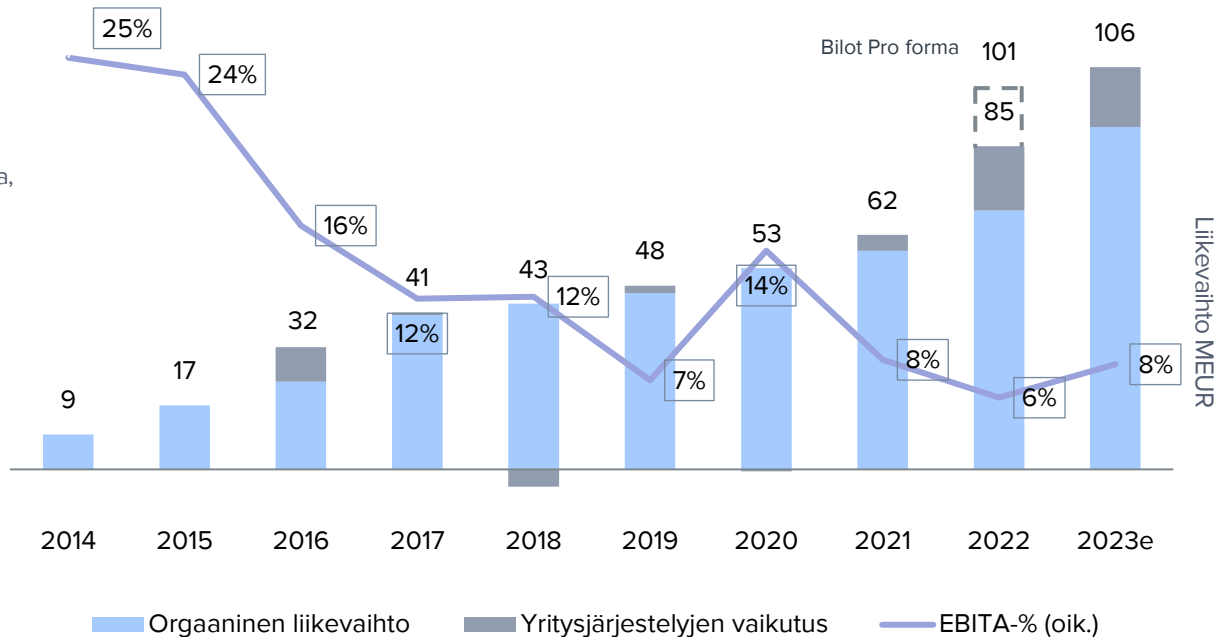
Kansainvälisen liiketoiminnan (arvio) ja tuotteiden osuus liikevaihdosta, Bilot Pro forma

## 5,2 MEUR (5 % lv:sta)

EBIT (oik.) 2022, Bilot Pro Forma

## 788 työntekijää Q1'23 lopussa

Toimistoja: Suomi, USA, Ruotsi, Puola, Portugal



# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 1/6

## Yhtiökuvaus ja historia

Vincit on vuonna 2007 perustettu IT-palveluyhtiö, joka auttaa asiakkaitaan kaupallisten kyvykkyyksien transformaatioissa ja digitaalisen kehityksen kiihdyttämisessä. Yhtiö listautui lokakuussa 2016 First North -markkinapaikalle. Listautumisen jälkeen Vincit on laajentunut maantieteellisesti ja vahvistanut itseään useilla yritysostoilla, joista merkittävin on vuonna 2022 toteutettu Bilot-fuusio.

Vincitillä on vakuuttava historia kannattavasta kasvusta, vaikkakin kannattavuus on myös heilahdellut voimakkaasti ollen historiaan nähden heikommalla tasolla vuosina 2019 ja 2021-2022. Vincitin liiketoiminta kasvoi ennen listautumista vuosina 2011-2015 keskimäärin noin 40 %:n vauhtia ja on listautumisen jälkeen kasvanut orgaanisesti arviolta 19 % vuosina 2015-2022. Liikevoittomarginaali on ollut ennen listautumista reilu 20 % ja listautumisen jälkeen keskimäärin 11 % oikaistuna. Yhtiö on siten ollut yksi sektorin menestyneimpiä yrityksiä viime vuosikymmenellä.

Yhdistettynä yhtiönä Bilotin kanssa liikevaihto oli 101 MEUR ja oik. liikevoitto-% heikolla 5 %:n tasolla vuonna 2022. Q1'23 lopussa yhtiössä oli yhteensä noin 788 työntekijää. Liiketoiminta perustuu vahvasti asiantuntijamyynäntiin ja vain pienessä määrin tuotteisiin.

Yhtiön asiakaskunta on suhteellisen hajautunutta. Yhtiöllä on reilu 450 asiakasta yhteensä ja keskimääräinen asiakkaan kokoluokka on näin noin 220 TEUR. Vincit on perinteisesti toiminut yksityisellä sektorilla, mutta julkisen sektorin asiakaskunta on kasvanut muutamassa vuodessa kohtuulliseen kokoluokkaan. Yhtiö tavoittelee nyt entistä vahvemmin strategisen IT-kumppanin asemaa vaativissa suurissa asiakkuuksissa, mutta

palvelee myös monia pienempiä asiakkaita.

Vincit panostaa toiminnassaan voimakkaasti yrityskulttuuriin ja henkilöstöön. Yhtiön tavoitteena on erottua kilpailussa pitämällä kiinni korkeasta osaamistasosta sekä rekrytoimalla alan parhaita ja kokeneimpia osaajia. Rekrytointiosaaminen kilpailutekijänä on edelleen markkinalla pitkällä aikavälillä korostuneessa roolissa johtuen vahvasta kysynnästä ja osaajapulasta. Vincitin työntekijälupaus ei ole tällä hetkellä nähdäksemme vielä aivan yhtä kristallinkirkas kuin aiemmin Bilot-fuusion ja organisaatiomuutosten jälkeen, mutta näemme Vincitin työntekijäimagon olevan edelleen hyvä sektorin kontekstissa.

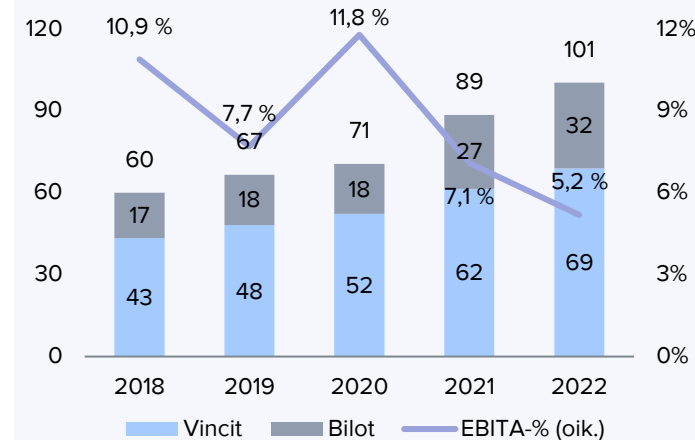
Vincit kertoi toukokuussa [päivittävänsä](#) johtoryhmän kokoonpanoa ja suunnittelevansa muutoksia organisaatiiorakenteeseen. Organisaatiomuutokset ovat pieniä ja jatkumoa talvella julkaistulle uudelle strategialle ja siten luonnollisia.

## Päämarkkina Pohjoismaissa, Yhdysvallat nousut myös merkittäväksi kasvun moottoriksi

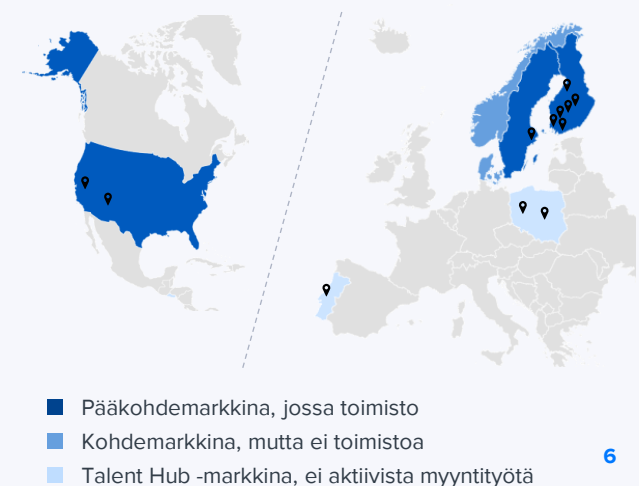
Vincitin selvästi suurin markkina on yhä Suomen IT-palvelumarkkina, mutta yhtiö on päässyt myös hyvään vauhtiin USA:ssa. Yhtiö tarkensi viimeisimmän strategiapäivityksensä yhteydessä päämarkkinakseen Euroopassa Pohjoismaat. Vincitillä on käsityksemme mukaan Ruotsissa jo kohtuullisen kokoinen operaatio (14 paikallista työntekijää, asiakkaita palvelee myös Suomesta ja Puolasta), joka tuli pääasiassa Bilot-fuusion mukana. Muissa Pohjoismaissa liiketoiminta on vielä hyvin alkutekijöissä. Vincitillä on liiketoimintaa myös Puolassa, mutta operaation rooli on nykyisin olla lähes puhtaasti toimituskapasiteettina, eikä aktiivista myyntityötä enää tehdä.

# VINCIT

## Vincit ja Bilot yhdistetty kehitys, jatkuvat toiminnot MEUR



## Toimintamaat, Q1/2023



# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 2/6

Suomessa yhtiöllä on toimipisteitä Tampereella, Helsingissä, Turussa, Oulussa, Kuopiossa ja Jyväskylässä. Tampere on yhtiön suurin yksikkö. Helsingin toimipiste avattiin vuonna 2015, Oulun yksikkö tuli vuoden 2019 alussa yritysoston kautta, Kuopio avattiin vuoden 2021 alussa ja Jyväskylä tuli vuonna 2021 yritysoston myötä. Nyt Bilot fuusion yhteydessä 3 toimistoa suljetaan.

Vincit aloitti kansainvälistymisen Yhdysvalloissa avaamalla Palo Alton toimipisteen vuoden 2016 alkupuoliskolla. Lisäksi yhtiö on vahvistanut Yhdysvaltojen toimintaa kolmella yritysostolla, joista viimeisin keväällä 2021. Nyt Vincitillä on USA:ssa noin 70 henkilöä ja toimistot Länsirannikolla Kalifornian Irvinessä sekä Arizonan Scottsdalella. Liiketoiminta on kehittynyt erittäin vahvasti ja kannattavasti, mutta vuoden 2022 lopulla Vincitin uusmyynti jäi selkeästi tavoitteista ja yhtiö joutui uudelleenorganisoimaan myyntiään sekä koki luottotappioita. Tämä yhdistettynä etupainotteisiin rekrytointeihin kannattavuus valahti selkeästi tappiolle Q4'22:llä. Arvioimme USA:n liiketoiminnan vastaavan 13 % yhtiön liiketoiminnasta vuonna 2023 ja jatkavan kasvua lähivuosina (pois lukien kuluva vuosi) huomattavasti Euroopan liiketoimintaa nopeammin sekä kannattavuuden palautuvan hyvällä tasolla suhteellisen nopeasti.

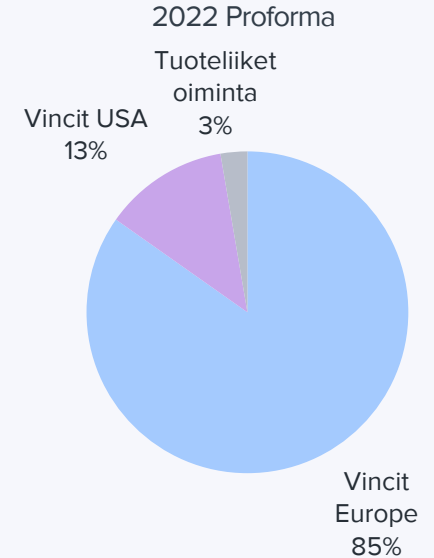
## Vahva asema yksityisellä sektorilla, julkisesta sektorista haetaan uutta tukijalkaa

Vincit on perinteisesti ollut erittäin vahva yksityisellä sektorilla. Yhtiö aloitti vahvemman laajentamisen julkiselle sektorille vasta vuonna 2020 ja sen osuus Suomen liiketoiminnasta on arvioimme mukaan vajaan viidenneksen luokkaa

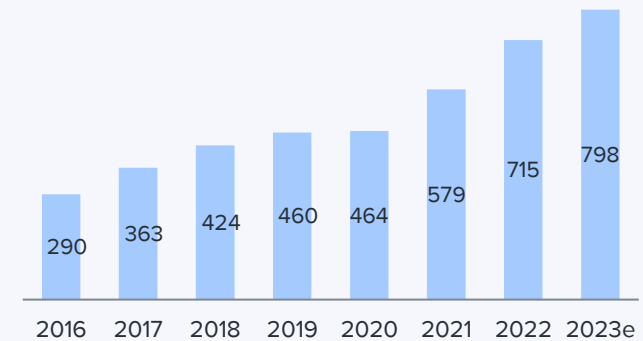
Yksityisellä sektorilla sopimukset ovat tyypillisesti keskimäärin pienempiä ja lyhyempiä. Vincit kuitenkin pyrkii nyt laajentamaan entistä vahvemmin suurempiin asiakkuuksiin ja nousemaan asiakkaiden strategiseksi IT-kumppaniksi. Fuusion kautta tullut laajempi tarjoama tukee tätä.

Julkisella sektorilla sopimukset ovat tyypillisesti isompia ja pitkäkestoisia. Hintapiste on keskimäärin yksityistä sektoria matalampi, mutta pitkien sopimusten myötä syntyvä ennustettavuus tekee resursoinnista helpompaa. Sektorilla julkisella sektorilla vahvat yhtiöt (mm. Gofore ja Netum) ovatkin tehneet erittäin hyvää kannattavuutta vahvalla julkisen sektorin painolla. Julkisella sektorilla ostokäyttäytyminen on kuitenkin varsin erilaista tarkkojen tarjouspyyntöprosessien myötä. Kilpailutuksissa laatupisteet tulevat asiakasreferenssien kautta, joiden rakentaminen eri sektoreilla vie aikaa. Ilman laatupisteitä, kilpailutuksissa täytyy antaa enemmän hintapisteitä. Vincitille tärkeitä osaamisalueita julkisella sektorilla ovat erityisesti räätälöity ohjelmistokehitys ja SAP-osaaminen, joissa yhtiön toimituskapasiteetti on erinomainen. Vincit rekrytoi Goforelta vetäjän vuoden 2020 alussa ja arvioimme mukaan julkisen sektorin liiketoiminta on lähtenyt yhtiön odotuksia hitaammin liikkeelle vaikkakin kasvanut nähdäksemme jo kohtuulliseen kokoluokkaan. Yhtiöllä on yhä nähdäksemme kehitettävää tarjousprosesseihin vastaamisessa, mikä on osittain kapasiteetti kysymys ja kiinteähintaisten projektien johtamisessa, jotka ovat myös selkeitä yhtiön fokusalueita. Tällä hetkellä kolme henkilöä keskittyy puhtaasti hankintaprosesseihin.

## Liikevaihdon jakauma liiketoiminta-alueittain



## Työntekijämäärän kehitys, keskimääräinen vuoden aikana



# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 3/6

## Bilot-fuusiosta pintaautunut positiivisia merkkejä

Vincit ja aiemmin pörssilistattu Bilot yhdistyivät vuoden 2022 puolivälissä. Näkemyksemme mukaan fuusiossa on selvä teollinen logiikka, ja yhtiöt täydentävät toisiaan suhteellisen hyvin. Vincit sai Bilotin myötä rakennettua itselleen integraatio- ja taustajärjestelmäosaamisen, jonka täysin omatoiminen rakentaminen on varsin vaikeaa ja samalla aikaa vievää. Bilot taas saa fuusion myötä vahvaa ohjelmistokehitysosaamista ja hyvän työnantajabrändin. Luonnollisesti muodostuva kokonaisuus on myös itsenäisiä yhtiöitä suurempi, mikä tarkoittaa edellä mainitun tapaan laajempaa palvelutarjoamaa, suurempaa toimituskykyä ja uskottavuutta sekä parempaa kokonaiskilpailukykyä. Vincit sai fuusiosta jo 3 MEUR:n kulusynergiat ja tavoittelee vielä lisää.

Fuusion nykyiset riskit liittyvät mielestämme erilaisten toimintakulttuurien yhteensovittamiseen ja näiden summana pidemmän aikavälin synergioiden realisoitumiseen. Suurimmat fuusioon liittyvät riskit ovat kuitenkin nyt nähdäksemme takana päin, kun integraatioprojekti on saatu vietyä päätökseen. Vielä on kuitenkin liian aikaista arvioida fuusion onnistumista, mutta toistaiseksi askelmerkit näyttävät lupaavilta. Lupaavaa on erityisesti, että vanhan Bilotin kannattavuus on jo nyt noussut osana Vincitiä.

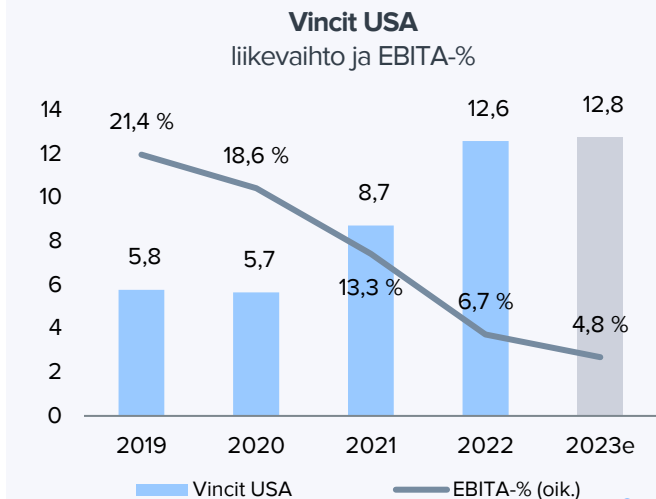
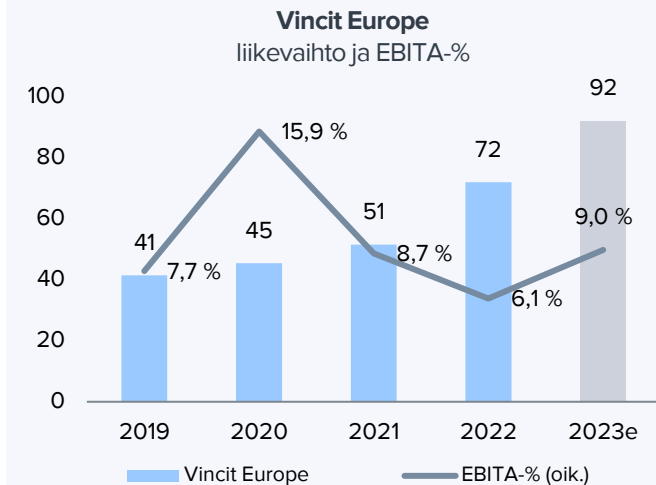
## Palveluliiketoiminta on toiminnan ydin

Vincitin ytimen eli palveluliiketoiminnan juuret ovat vahvassa teknisessä osaamisessa ohjelmistokehityspalveluissa. Lisäksi yhtiö on panostanut viime vuosina ylläpitoliiketoimintaan, joka on jatkuvaa liikevaihtoa, syventää asiakassuhteita ja on lisäksi erottautumistekijä moniin ohjelmistokehitystaloihin verrattuna. Nyt erityisesti Bilot-fuusion kautta Vincitistä on tullut

myös kokonaisvaltaisempi digitaalisen liiketoiminnan transformaatiokumppani asiakkailleen ja merkittävä SAP-asiantuntijatalo Pohjoismaissa. Palveluliiketoiminnan osuus konsernin liikevaihdosta oli 98 % vuonna 2022. Palveluliiketoiminta on edelleen jaettu Vincit Europe ja Vincit USA –liiketoimintoihin. Vincit Suomi vastasi 85 % konsernin liikevaihdosta ja Vincit USA 12 %. Pohjoismaissa Vincit tähtää johtavaksi digitaalisen liiketoiminnan transformaatiokumppaniksi keskittyen brändien, valmistavan teollisuuden ja kaupan alan asiakkaisiin. Vincit USA keskittyy digitaaliseen kehityksen kiihdyttämiseen mobiilisovellusten, nettisivujen sekä verkkokaupan rakentamisen kautta. USA:n digimaturiteetti on Pohjoismaita 5-10 vuotta jäljessä ja siellä investoidaan nyt voimakkaasti, mikä tukee Vincitin mahdollisuuksia osaamisen ja markkinan näkökulmasta.

Vincit on viimeisten vuosien aikana uudistanut palveluliiketoiminnan organisaatorakennetta ja purkanut solupohjaisen organisaatorakenteen. Yhtiö pyrkii nyt operoimaan globaalilla toimituskyvyllä ja skaalaamaan erityisesti USA:n toimituskykyä Euroopan kapasiteetilla. Nykyisen organisaatorakenteen pitäisi kantaa noin 1000 työntekijää ilman, että yhtiön tarvitsee kasvattaa merkittävästi hallinnollisia rakenteita. Palveluliiketoiminnan kokonaiskapasiteetti oli Q1'23:lla keskimäärin noin 841 (FTE= Full Time Equivalent) henkilöä, josta alihankinnan osuus oli 87.

Asiakassopimusten koot vaihtelevat pienistä lyhyistä projekteista useille vuosille ulottuviin useiden miljoonien eurojen sopimuksiin, joita toimitetaan pääasiassa tuntipohjaisella hinnoittelulla.





# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 4/6

Kasvun mukana myös keskimääräinen asiakaskoko on kasvanut trendinomaisesti. Kun hankkeet ulottuvat syvälle asiakkaan liiketoimintakriittisiin järjestelmiin, tulee asiakkuuksista luonteeltaan jatkuvampia ja IT-toimittajan kyvykkyys ylläpitoon ja jatkuvaan palvelutuotantoon korostuu. Strategisesti yhtiö on muokannut palveluliiketoimintaa viime vuosina projektitoimittajan roolista kohti strategisen ja liiketoimintakriittisen kumppanin roolia asiakkaissa. Näin yhtiö hakee isompia ja vakaampia asiakkuuksia.

Palveluliiketoiminnassa yhtiöllä on USA:ssa 13 %, ja Helsingin toimistolla 8 % vähemmistöomistukset henkilökunnalla. Näkemyksemme mukaan tämä on erityisesti perusteltua vahvassa kehitysvaiheessa olevassa USA:ssa, koska se kannustaa vahvemmin ja liiketoiminta on kuitenkin loppupeleissä avainhenkilöistä riippuvaista.

## Digitaalisen kehityksen kiihdytys on Vincitin DNA:ta

Vincit toimii uudistetun strategiansa myötä kahdessa eri ”pelissä”: digitaalisen kehityksen kiihdyttämisessä ja liiketoimintatransformaatioissa.

Digitaalisen kehityksen kiihdyttämisessä asiakkaat ovat digimaturiteetiltaan kypsempiä ja haluavat itse johtaa omia kehityshankkeitaan. Tätä asiakkaat pyrkivät vauhdittamaan hakemalla hyviä asiantuntijoita ja tiimejä. Vincit tarjoaa myös projektinjohtajia asiakkaan tarpeisiin. Yhtiöllä on tähän liiketoimintaan vahvat lähtökohdat historiastaan. IT-markkinan nopean muutoksen myötä yhtiö on muokannut viime vuosina tarjoomaansa kattamaan laajempia palvelualueita sekä koko digipalveluiden elinkaarta. Vincitin vahvuuksia ja erityisosaamisalueita ohjelmistokehityspalveluissa ovat palvelumuotoilu, verkkopalvelut ja tietojärjestelmät, mobiilisovellukset, sähköiset palvelut ja tietojärjestelmät, sulautetut järjestelmät

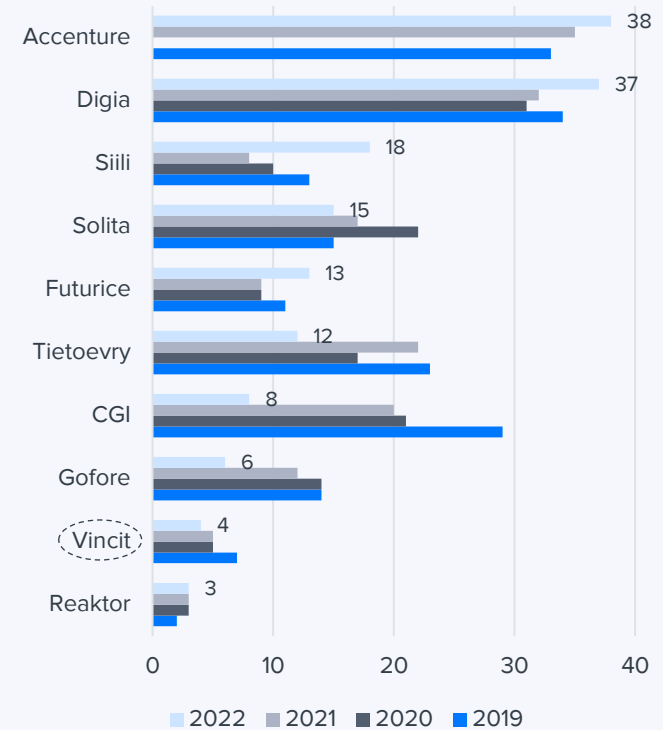
sekä teollinen internet. Nykyisiä kasvu- ja panostusalueita ovat dataohjattu liiketoiminta, pilvitransformaatio sekä erityisesti ohjelmistoylläpito- ja jatkuvat tukipalvelut.

Digitaalisen kehityksen kiihdyttämisessä korostetussa roolissa ovat kovien asiantuntijoiden rekrytointikyvykkyudet ja laajan osaamisportfolion hallinta. Tiukemmassa kilpailutilanteesta myös asiakkuuksien hallinta on keskeinen kilpailutekijä, ettei yhtiö jää vain alihankintaverkoston palaseksi, mikä ei ole ollut Vincitillä ongelma.

## Bilot-fuusio toi uudet muskelit liiketoimintatransformaatioliiketoimintaan

Vincitin liiketoimintatransformaation liiketoiminnan asiakkaat tarvitsevat kokonaisvaltaisempaa kumppania heidän digitaalisessa liiketoimintatransformaatioissaan. Asiakkaat tarvitsevat tukea digitaalisten ratkaisujen kehityksessä, mutta myös uusien liiketoimintamallien käyttöönotoissa apua (esim. digitaaliset markkinapaikat). Tämä vaatii yhtiöltä pistemäisiä digitaalisia ratkaisuja, mutta myös laaja-alaisempaa näkökulmaa liiketoiminnan digitaaliseen kehittämiseen ja erityisesti taustajärjestelmäosaamista. Vincit keskittyy valmistavaan teollisuuteen, kaupan alaan ja brändeihin. Usein mukana on myös jokin fyysinen tuote, jonka takia ymmärrys arvoketuista, logistiikasta ja globaalista saatavuudesta on tärkeässä roolissa. Tämän takia Vincitin täytyy ymmärtää asiakkaan liiketoimintamallia ja yrityksen ydinprosesseja. Vincit sai vahvaa SAP-osaamista Bilot fuusion myötä. SAP-teknologiat yhdistettynä Microsoftin Azurella ovat yhtiön tärkeimpiä teknologiakumppaneita. Näiden avainteknologioiden lisäksi yhtiö käyttää muita valittuja kolmansien osapuolien teknologioita asiakastarpeen mukaan.

## Universumin houkuttelevimmat työntajat – työntekijäkysely sijoitus\*, Sijoitus (matala > korkea)



Lähde: Vincit, Inderes  
\*2022 lopulla ja graafissa huomioituna vain top-50 sijoituksilla olevat yhtiöt

# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 5/6

## Globaali toimituskapasiteetti

Vincit pyrkii rakentamaan toimivan globaalin toimituskyvykkyyden, jolloin se pystyisi optimoimaan toimituskykyään sekä asiantuntijoiden saatavuuden näkökulmasta että ”myyntikatteen” näkökulmasta. Kohdemarkkinoita tukee Puolan vakiintuneen ja Portugalin hiljattain avatun yhä kokeiluvaiheessa olevan toimialueen osajamarkkinat. Näissä maissa yhtiö ei tee aktiivista myyntityötä, mutta näistä pystytään skaalaamaan toimituskapasiteettia muihin maihin. Portugalin toimisto on siinä mielessä merkittävä, että se on kaksi tuntia Suomea lähempänä USA:n aikavyöhykkeitä, joka tekee töiden tekemisestä etänä USA:han paremmin mahdollista. USA:n selkeästi korkeampien asiakashintojen avulla, ristiin myynnillä maiden välillä voidaan parantaa oleellisesti myyntikatteita.

Bilotin kautta tuli kohtuullisen kokoinen toimituskapasiteetti Puolasta (2022 lopussa 25 työntekijää + paikallisella B2B-contract mallilla työntekijöitä, jotka eivät näy henkilöstömäärässä). Puolassa palkkainflaatio on ollut erittäin rajua, eikä kustannustaso ole enää kaukana Suomesta. Puolan rooli korostuu nyt huippuosaajien lisäkapasiteetti lokaationa. Toimintamaista USA:ssa ja Norjassa (ei toimintaa vielä Norjassa) on asiantuntijoiden kustannustaso selkeästi muita maita korkeampi.

Muiden verrokkien tavoin alihankintaverkosto on jo noussut varsin tärkeäksi osaksi Vincitin toimituskykyä (vajaa 100 kumppania). Vincit lähti systemaattisesti rakentamaan alihankintaverkostoaan varsin myöhään verrattuna moniin verrokkeihin. Kumppaniverkosto tarjoaa skaalauskapasiteettia

erityisesti sellaiseen erityisosaamisiin, joita ei Vincitiltä talon sisältä löydy tai jollaisen kerryttäminen ei ole järkevää.

## Orgaaninen kasvu on erittäin pääomakevyttä

Palveluliiketoiminnan tärkeimmät omaisuuserät ovat henkilöstön osaamiset ja kyvykkyydet eikä kiinteitä pääomatarpeita juuri ole. Vuotuiset orgaaniset investointitarpeet (pl. rekrytoinnit) ovat arviomme mukaan maltillisia ja liittyvät pääosin uusien palveluiden rakentamiseen ja muihin sisäisiin kehityshankkeisiin.

Nettokäyttöpääomankin kannalta Vincitin liiketoiminta on pääomakevyttä. Vuosina 2018-22 nettokäyttöpääoma suhteutettuna liikevaihtoon on laskenut 8,4 % → 5,0 %:iin. Palveluliiketoiminta tuottaakin erinomaista kassavirtaa.

Orgaaninen kasvu palveluliiketoiminnassa onkin mahdollista hyvin pääomakevyesti. Orgaaninen kasvu on yksinkertaistettuna kiinni myynnistä ja rekrytoinnista, joista jälkimmäisessä Vincit on ollut historiallisesti erittäin vahva. Rekrytoinnissa onnistuminen ja työntekijöiden pitäminen talon sisällä vaatii ensisijaisesti hyvää/vahvaa työnantajaimagoa, sillä kilpailua käydään ”normaalissa” markkinassa enemmän tekijöistä, kun asiakkaista. Ei suoraan asiantuntijoihin liittyvät kasvuinvestoinnit (mm. rekrytointi, myyntihenkilöt ja toimitilat) näkyvät tuloslaskelmassa. Rekrytointipanostukset voivat myös painaa kannattavuutta hetkellisesti mikäli yhtiö rekrytoi suuremman määrään asiantuntijoita, eikä saa työntekijöitä nopeasti hyviin laskutusasteisiin. Vincitin ja koko IT-palvelusektorin pääomantarpeet muodostuvat näin pääosin yritysostoista. Yhtiöllä on tällä hetkellä varsin tuhti nettokassa (2023: 12 MEUR) jolla vauhdittaa kasvua yritysostoin tai palauttaa pääomia osakkeenomistajille.

## Palveluliiketoiminnan asiakasreferenssejä



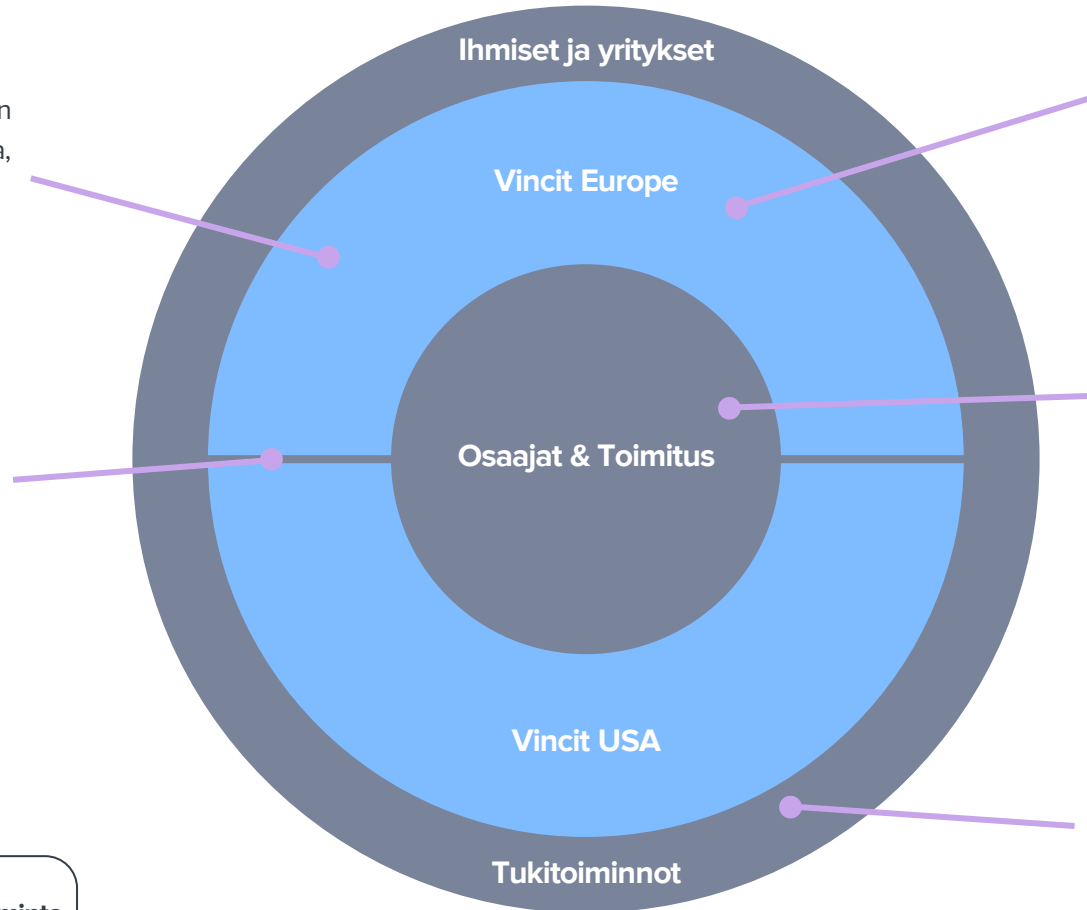
## Pääoman sitoutumisen kehitys, MEUR ja % liikevaihdosta



\*2022 luku laskettu Bilotin huomioimasta Proforma liikevaihdosta

# Operatiivinen malli

## Yksi yhtiö ja kulttuuri



### Asiakaspainopiste

#### Pohjoismaissa

- Fokus vahvasti Pohjoismaissa, ja muiden Euroopan maiden (Puola, Ruotsi ja Portugali) operaatiot keskittyvät toimituskapasiteetin vahvistamiseen

#### Kaksi markkinaa, joissa paikallinen

- Myynti
- Asiakkaat
- Tarjoaman kehitys

### Vincit EAM –tuoteliiketoiminta

Itsenäinen yhtiö  
pääliiketoiminnan ulkopuolella

### Ratkaisualueet Euroopassa

- Kaupalliset ratkaisut } *Liiketoiminta-*
- Ydinjärjestelmät } *transformaatio*
- Räätelöidyt palvelut } *Digitaalinen*
- Julkinen sektori } *kiihdyttäminen*

### Globaalit osaajat ja palvelut

- Asiantuntijat, jotka luovat ja ylläpitävät digitaalisia palveluita asiakkaille kaikilla markkinoilla
- Toimituskapasiteettia käytetään eri markkinoiden yli, jolla skaalataan erityisesti USA:n toimituskykyä

### Konsernin laajuinen tukitiimi

- Tukitoiminnot keskitetty, joka mahdollistaa osaajien keskittymisen olennaiseen

# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 6/6

## Tuoteliiketoiminnalla riittää vielä todistettavaa

Vincit on viime vuosina panostanut ydinliiketoiminnan rinnalla myös omiin tuotelähtöihin. Yhtiön tuoteliiketoiminta koostuu nykyään Vincit EAM -tuotteesta, kun Vincit [myi LaaS Companystä](#) (aik. Vincit LaaS) merkittävän osuuden vuonna 2021. Vincit jatkaa LaaS-tuotteen vähemmistöomistajana 29 %:n omistusosuudella. LaaS-liiketoiminnan panostuksia ei voida näkemysksemme mukaan pitää onnistuneina johtuen suurista investoinneista, kauppahinnasta ja sen sekoitettua muun Vincitin toimintoja.

Tuotteet ovat SaaS-pohjaisia ohjelmistoliiketoimintoja. Vincit EAM tuotteen parissa on tällä hetkellä töissä noin 30 omaa henkilöä ja lisäksi yhtiö käyttää jonkin verran alihankintaa kehityksessä. Tuoteliiketoiminta on erillisessä yhtiössä (Vincit Solutions Oy) ja se voitaisiin irrottaa tarvittaessa, mutta tällä hetkellä yhtiö näkee Vincitin yhä parhaimpana kotina liiketoiminnalle. Tuoteliiketoiminnan rooli uusimmassa strategiapäivityksessä jäi sivurooliin.

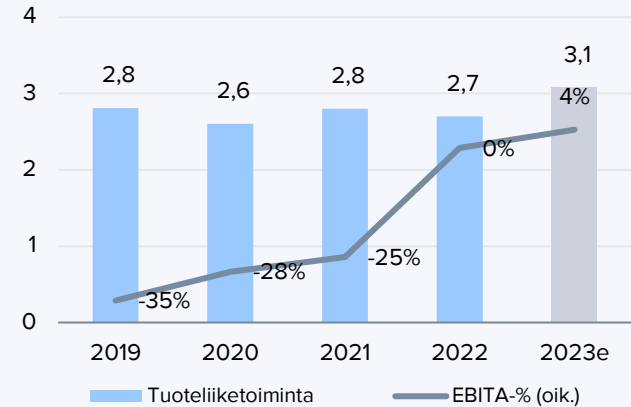
Vincitin tuoteliiketoiminnan liikevaihto oli 2,7 MEUR tai 2 % konsernin liikevaihdosta vuonna 2022 eli se on merkitykseltään varsin vähäinen. Kokonaisuutena tuoteliiketoiminnan kasvu on ollut melko vaisua viime vuosina, mutta vuonna 2022 kuukausittain toistuva liikevaihto (MRR) kasvoi 29 % ja sama vauhti jatkui Q1'23:lla (+28 %). Jatkuvan liikevaihdon osuus on arviomme mukaan noin puolet.

Vincit EAM -tuote (Enterprise Asset Management) on modulaarinen toiminnanohjausratkaisu materiaalien, kunnossapidon ja palveluiden hallintaan. Tuotetta myydään tällä hetkellä

Suomessa ja se sopii lähes kaikille teollisuudenaloille, joissa on jatkuvia huoltotarpeita. Tuote soveltuu myös kansainväliseen käyttöön. Järjestelmän asiakkuudet ovat jopa yli 10 vuoden pituisia, sillä kyseessä on asiakkaalle kriittinen järjestelmä, jonka vaihtamisen kynnyks on korkea. EAM on osoittanut sille löytyvän markkinaa tuotteen saamien ensimmäisten merkittävien pitkäaikaisten tilausten myötä. Esimerkiksi Atrian kanssa tiedotetun sopimuksen kesto oli 10 vuotta ja arvo 1,2 miljoonaa euroa. Vincitillä on potentiaalia kasvattaa asiakkuutta merkittävästi suuremmaksi, mikäli Atria tai muut asiakkuudet laajentavat ohjelmiston käyttöä kaikkiin tuotantolaitoksiinsa. EAMin liiketoimintamalli perustuu käyttöönottoprojekteihin, mitä seuraa jatkuva SaaS-laskutus. Tuotteen ylösajovaihe on hidas pitkistä myyntisykleistä ja käyttöönottoprojekteista johtuen, mutta vastaavasti asiakaspysyvyys vahvaa.

Vincit aktivoi viime vuonna 0,6 MEUR EAM-tuotteen tuotekehityskuluja, joka huomioiden tulos olisi ollut vielä selvästi pakkasella. Vincit on investoinut tähän mennessä varsin huomattavia summia tuoteliiketoimintaan ilman merkittävää menestystä. Vincitillä riittää yhä todistettavaa investointien tuottavuudesta. Viime 1,5 vuoden aikana saavutettu nopea jatkuvan liikevaihdon kasvu lupaa kuitenkin parempaa ja korkeakatteisen ohjelmistoliiketoiminnan nopean kasvun tulisi myös tukea kannattavuutta. Nopea kasvu on erityisesti huomionarvoista sillä talouden epävarmuus toimii nähdäksemme selkeänä jarruna uusmyynnille muun ohjelmistosektorin mukaisesti.

Tuoteliiketoiminta liikevaihto ja oik. liikevoitto, MEUR ja % liikevaihdosta



## Tuoteliiketoiminnan asiakasreferenssejä



## Kumppanit



Teknologiatoimittajat ja -yhteisöt

## Toiminnot

Rekrytointi



Myynti



Digitaaliset IT-palvelut (projektit)



Ohjelmistoylläpito



Ohjelmistoratkaisujen tuotekehitys



## Ydinosamisalueita

Palvelu- ja liiketoimintamuotoilu



UI & UX suunnittelu



Ohjelmistokehitys



SAP-ratkaisut



## Tuoteratkaisut

EAM  LaaS (vähemmistöomistus) 

## Liiketoimintaidea

Digitaalisen liiketoiminnan asiantuntijayhtiö, joka auttaa asiakkaitaan kaupallisten kyvykkyyksien transformaatiossa ja digitaalisen kehityksen kiihdyttämisessä.

# VINCIT

- Laaja palvelutarjooma ketterällä toteutuksella
- Itseohjautuva organisaatorakenne
- Vahva työnantajamielikuva ja henkilöstöomistus

## Tavoitteet 2023-2025

- Vincit tavoittelee 20 %:n vuotuista liikevaihdon kasvua (orgaaninen + epäorgaaninen)
- USA liikevaihto ~30 % strategiakauden lopussa
- Oik. EBITA >10 % koko strategiakauden ajan
- Omavaraisuusaste >60 %
- Tavoite maksaa väh. 30 % tuloksesta osinkoina

## Kilpailu

IT-generalistit: accenture, tieto, CGI, digia, GOFORE, SOLTEQ, SOLITA, PEARL, SOFIGATE

Keskisuuret IT-markkinan toimijat: futureice, Witted, INNOFACTOR®, Reaktor, siili\_, LOIHDE, netum

## Asiakassegmentit

Terveysteknologia  Finansi  Kaupan ala 

Teollisuus ja palvelut  Julkishallinto 

## Kustannusrakenne

Henkilöstökulut (65 % kustannuksista) 

Materiaalit ja palvelut (12 %) 




Liiketoiminnan muut kulut (19 %) 

Suunnitelman mukaiset poistot (1 %) 

Liikearvon poistot (4 %) 

841 hlö (Q1'23)  
82 m€ (2022)

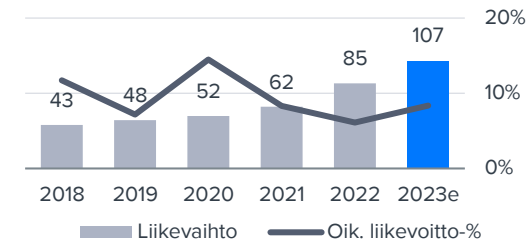
Kansainvälinen liiketoiminta & Suomen liiketoiminta\*

~84 %    ~12 %    ~4 %

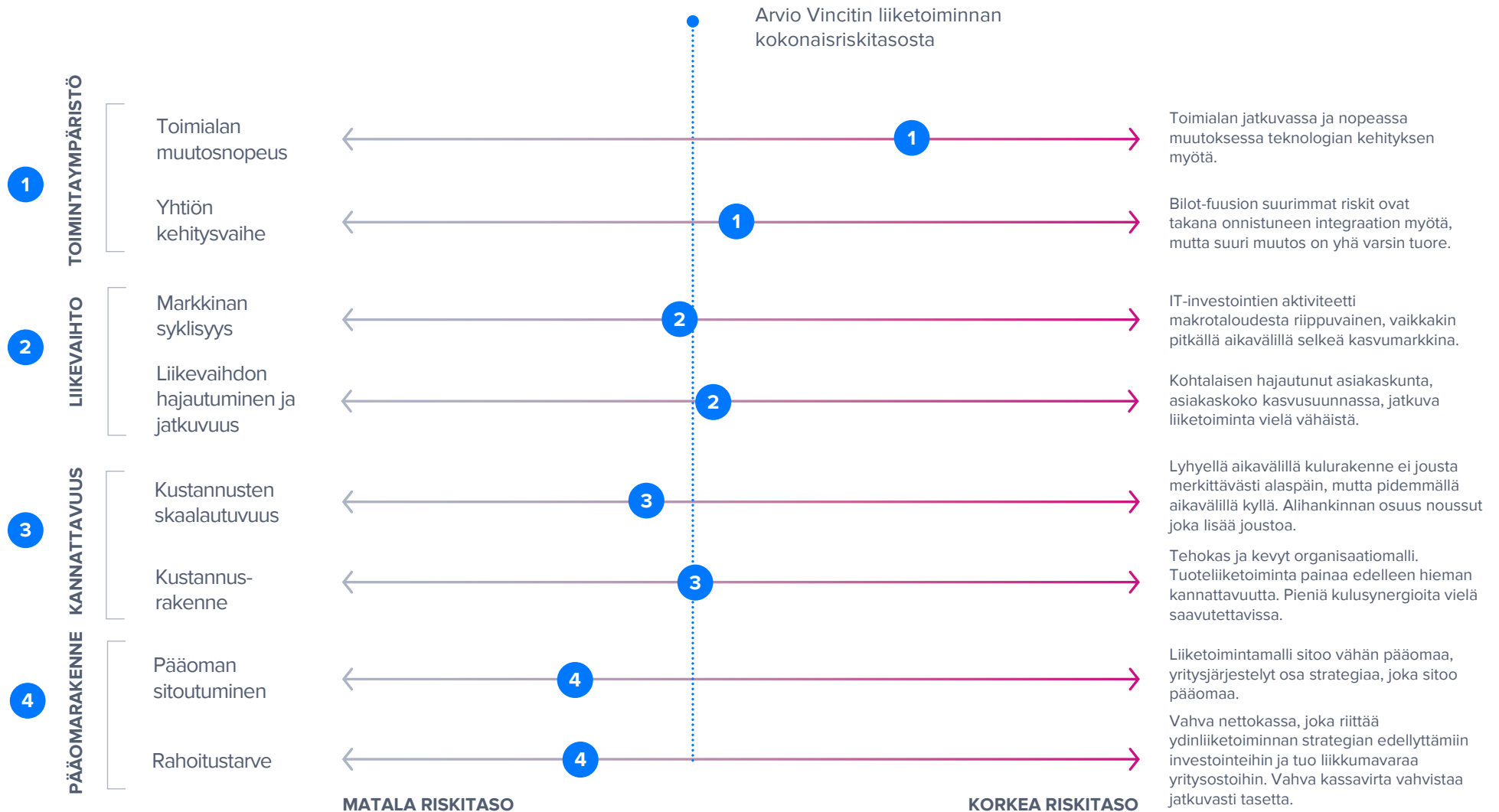
## Tulovirrat

Liikevaihto 85 m€  
Oik. EBIT 5,2 m€ (2022)



\*Suomi ja muu maailma liikevaihdot Inderes arvioita

# Liiketoimintamallin riskiprofiili



# IT-palvelumarkkina 1/8

## Iso kokonaismarkkina

Pohjoismaiden (Ruotsi, Norja, Suomi, Tanska) IT-palvelumarkkinan koko oli eri tutkimuslaitosten mukaan noin 25 miljardia dollaria vuonna 2019. Suomen IT-palvelumarkkinan on puolestaan arvioitu jakaantuvan noin 3,5 miljardin euron yksityiseen ja noin 1,1 miljardin euron kokoiseen julkiseen sektoriin. Vaikka markkinatutkimusten datapiste on jo useamman vuoden vanha, kuvastaa se markkinan olevan suuri ja tilaa riittää kasvaa seuraamillamme listatuilla yhtiöillä. Näkemyksemme mukaan markkina on kasvanut viime vuosina noin ennusteiden mukaista vauhtia eli markkina on arviomme mukaan noin 5,5 miljardin euron kokoluokassa.

IT-palvelumarkkinan 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 jatkaa kuitenkin hämärtymistään, kun IT:n ja teknologian rooli jatkaa digitalisaation myötä nousua konehuoneesta liiketoiminnan ytimeen eri toimialoilla. Siten IT-palveluyhtiöiden toimintakenttä risteää yhä vahvemmin uusien rinnakkaismarkkinoiden kanssa, joiden ei ole perinteisesti katsottu kuuluvan IT-markkinoihin. Näitä ovat esimerkiksi strategiakonsultointi, transformaatiojohtaminen ja palvelumuotoilu.

## Markkinan kasvua vetävät digitaaliset palvelut

Perinteisten palveluosa-alueiden odotetaan eri arvioiden mukaan kasvavan keskimäärin 2-4 % vuosivauhtia. Uusien digitaalisten palveluiden odotetaan kasvavan jopa 10 % vauhtia riippuen

osa-alueesta. Markkinan kasvua hidastavat perinteisten infra- ja vanhemman sukupolven ohjelmistoratkaisuiden laskevat kysynät. Lisäksi perinteiset IT-järjestelmät modernisoituvat, joka on luonut ikään kuin näiden kahden osa-alueen väliin nopeasti kasvavan alueen.

Palvelualueittain markkinaa nopeammin kasvavia osia ovat tutkimuksemme mukaan pilvipalvelut, transformaatiojohtaminen, data & analytiikka sekä tietoturva. Tietoevry odottaa pilvipalveluiden kasvavan 15 %, data & analytiikan 15 %, ydinohjelmistojen 10 % sekä automaatio ja DevOpsin 20 %. Näkemyksemme mukaan Tietoevry on parhaita toimijoita arvioimaan markkinoiden kehitystä Pohjoismaissa, koska yhtiöllä on laaja IT-tarjoama, se toimii useimmilla asiakassektoreilla ja omaa maantieteellisesti vahvan läsnäolon kaikissa Pohjoismaissa. Asiakassektoreittain Tietoevry kertoi odottavansa terveydenhuollon sektorin kasvavan keskimäärin 5-6 %, julkisen sektorin 4-5 %, energiasektorin 3-4 %, metsäteollisuuden 6-7 % sekä pankkipalveluiden ja maksuratkaisuiden 4-9 % vuosina 2020-2023.

Vincit oli vahvassa orgaanisessa kasvussa läpi 2010-luvun. Markkinakasvua huomattavasti nopeamman kasvun taustalla on ollut Vincitin asemoituminen IT-markkinan kasvaville alueille. Myös yhtiön menestys osaajakilpailussa on ajanut Vincitin markkinaa nopeampaa kasvua. Lisäksi yhtiö on viime vuosina vauhdittanut kasvua yritysstoin ja samalla muokannut tarjoomaansa.

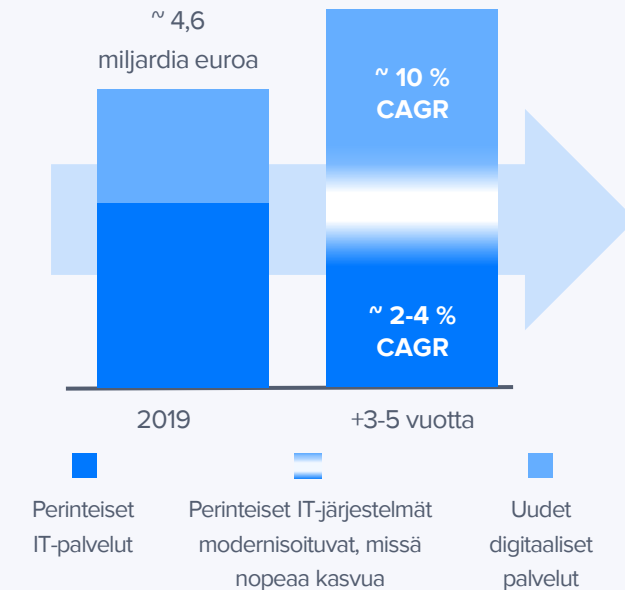
## Markkinan pitkän aikavälin kasvunäkymät

Yhteiskunnan digitalisoituminen edellyttää toteutuakseen valtavan määrän käsipareja rakentamaan, integroimaan ja ylläpitämään uusia

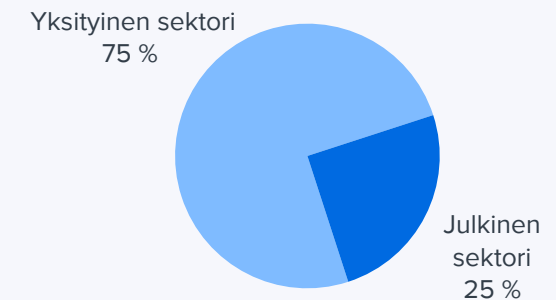
## Suomen IT-markkina, 2019, miljardia euroa



### Suomen markkina ja kasvukuva



## Markkinan jakauma ostajaryhmittäin, 2019, % markkinasta



# IT-palvelumarkkina 2/8

sovelluksia, minkä takia IT-konsulttiyhtiöiden pitkän aikavälin kysyntäfundamentit ovat vahvoja.

Tämän ansiosta IT-palveluyhtiöt tarjoavat sijoittajalle hyvän mahdollisuuden sijoittaa digitalisaatiotrendiin palveluliiketoiminnan rajatummalla riskiprofiililla. Markkinan voidaan odottaa kasvavan makrotaloutta nopeammin pitkällä aikavälillä.

## 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 ja kiihtyvän teknologian muutosvauhdin myötä IT:n ostaminen on muutoksessa, mikä edellyttää IT-yhtiöiltä kykyä sopeuttaa tarjontaa jatkuvasti.

Markkinalla 2010-luvulla alkanut siirtymä kohti IT-investointeja, joilla luodaan uutta liiketoimintaa ja erottumistekijöitä jatkuu edelleen, kun pelkän kustannustehokkuuden tavoittelu ei 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 uuden aikakauden alkuperäisille toimijoille (mm. Futurice, Solita, Reaktor, Siili, Gofore ja Vincit), jotka ovat profiloituneet tarjoamiltaan uusien digipalveluiden kehittäjiksi. Perinteiset toimijat olivat aluksi hitaita mukauttamaan tarjoamiansa ja kulttuureitaan vastaamaan paremmin markkinan muuttuvaa ostokäyttäytymistä ja palvelualueiden kysyntää.

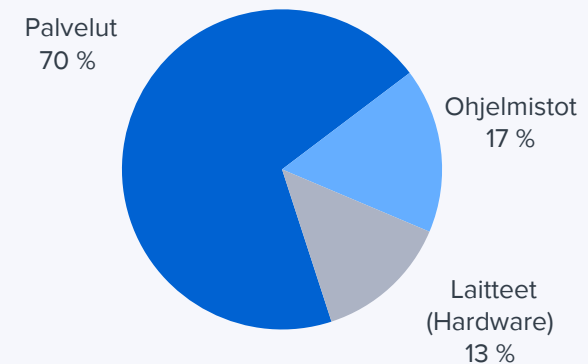
IT-palvelumarkkinan muutosta 2010-luvulla

voidaan havainnollistaa yksinkertaistettuna jakamalla markkina voimakkaasti kasvaneisiin uusiin digitaalisiin palveluihin sekä hiipuvaan perinteiseen tietojärjestelmäkehitykseen. Markkinan kahtiajako on nyt kuitenkin muuttumassa epärelevantiksi, sillä uusia digitaalisia palveluita ei voida käsitellä liiketoiminnan ydinjärjestelmistä erillisenä.

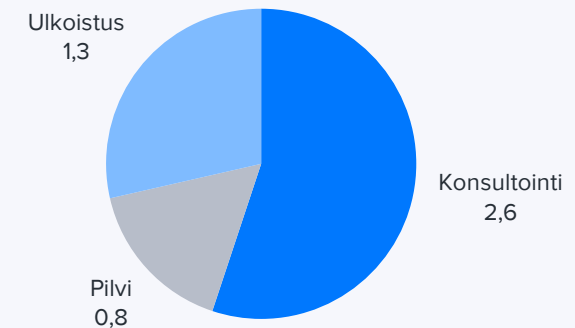
Selkeänä trendinä markkinalla onkin viime vuosina ollut IT-ostamisen vakavoituminen, kun asiakasorganisaatioissa on havaittu, että oikotietä digitalisaatioon ei pystytä hankkimaan ostamalla digisovelluksia tietohallinto ohittaen. Organisaatioiden vakiintuneet tietojärjestelmät eivät katoa, vaan niitä on modernisoitava toimimaan alustoina uusille digipalveluille. IT-investoinnit kohdistuvat uusiin toiminnallisuuksiin, joita rakennetaan rajapintaratkaisulla olemassa olevien järjestelmien päälle. Tämä trendi on vastaavasti palauttanut kilpailuetua perinteisemmille toimijoille, kun taas monet, pääasiassa osajahankinnalla menestyneet digipalveluiden kehittäjät ovat joutuneet arvioimaan strategioitaan uudelleen. Asiakasorganisaatioiden digitaalisen maturiteetin kasvun myötä niistä on tullut myös vaativampia ostajia ja lisäksi ne ovat itse aktivoituneet rakentamaan omia ohjelmistokehitystiimejä.

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

Suomen IT-markkina, 2019, miljardia euroa



Suomen IT-palvelumarkkina, 2019, miljardia euroa



Lähde: Radareco Nordic Outlook 2019



# IT-palvelumarkkina 3/8

## Markkinassa kolme erilaista aluetta

Olemme jakaneet IT-palvelumarkkinan kolmeen eri osioon seuraavasti:

**Uusien digitaalisten palveluiden markkina**, joka käsittää uusien digitaalisten palveluiden kehityksen (räätälöity ohjelmistokehitys). Tämä on ollut markkinan voimakkaimmin kasvava osa-alue, joka on käytännössä syntynyt vasta viimeisen vajaan kymmenen vuoden aikana. Nimekkäitä toimijoita markkinalla ovat muun muassa Reaktor, Futurice, Nitor, Siili ja Vincit, minkä lisäksi suuret IT-generalistit ovat lähteneet panostamaan tälle alueelle myöhässä. Tälle markkinalle ominaista on matala alalle tulon kynnyks.

**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, Fellowmind (ent. eCraft), Vincit (Bilot-fuusion jälkeen) sekä erityisesti IT-generalistit kuten Tietoevry ja CGI. Tällä alueella markkinan kasvu on ollut hidasta ja ominaista on korkea alalle tulon kynnyks. Vanhojen järjestelmien modernisoituminen on kuitenkin myös luonut markkinalle nopeasti kasvavia taskuja.

**IT-alustojen markkina**, joka kattaa pääasiassa infrastruktuuripalvelut (paikallinen, hybridi ja pilvi) sekä ICT-ulkoistuksen. Tämä markkina on ollut lähinnä generalistien (kuten Tietoevry, Fujitsu) vahvuus ja alalle tulon kynnyks korkea, koska markkina on edellyttänyt skaalaetuja ja investointeja. Pilvimurroksen myötä markkinalla on kuitenkin käynnissä uusjako, mikä on synnyttänyt

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, tietoturva sekä ohjelmistorobotiikka. Vincitin fuusio Bilotin kanssa auttaa yhtiötä IT-taustajärjestelmien siirtymässä (erityisesti SAP-teknologia) ja sitomisessa uusiin digitaalisiin ratkaisuihin. Uusien digitaalisten palveluiden kehitykselle ominaista ovat matalat alalle tulon kynnykset, kun taas taustajärjestelmä-osaamista on vaikeampi hankkia.

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

Selkeä suuntaus sektorin toimijoilla on myös elinkaariajattelu, sillä monet uudet toimijat pyrkivät nyt rakentamaan kyvykkyyden tarjota ohjelmistoylläpitoa. Lisäksi asiakkaiden ostaminen jatkaa siirtymää ohjelmistokehitysprojekteista kohti jatkuvaa ohjelmistokehitystä, mikä muuttaa markkinan luonnetta.

Yhteistä kaikkien keskisuurten ja suurten toimijoiden strategioille on myös pyrkimys liiketoimintakriittisemmän kumppanin asemaan asiakkaissa. Pienten ohjelmistokehittäjätalojen osaaminen ja tarjonta ei tällöin yksinään ulotu riittävän syvälle asiakkaan IT-järjestelmiin ja prosesseihin. Tämä kehitys voi osaltaan kiihdyttää markkinan konsolidaatiota.

Näemmekin Suomen IT-palvelumarkkinan kehittyvän voimakkaammin suuntaan, jossa perinteisten ja uusien toimijoiden tiet risteävät ja raja uuden ja perinteisen IT:n välillä jatkaa hämärtymistään.

## Taustajärjestelmäosaaminen tekee paluuta ja niihin liittyvää dataa tulee osata hyödyntää

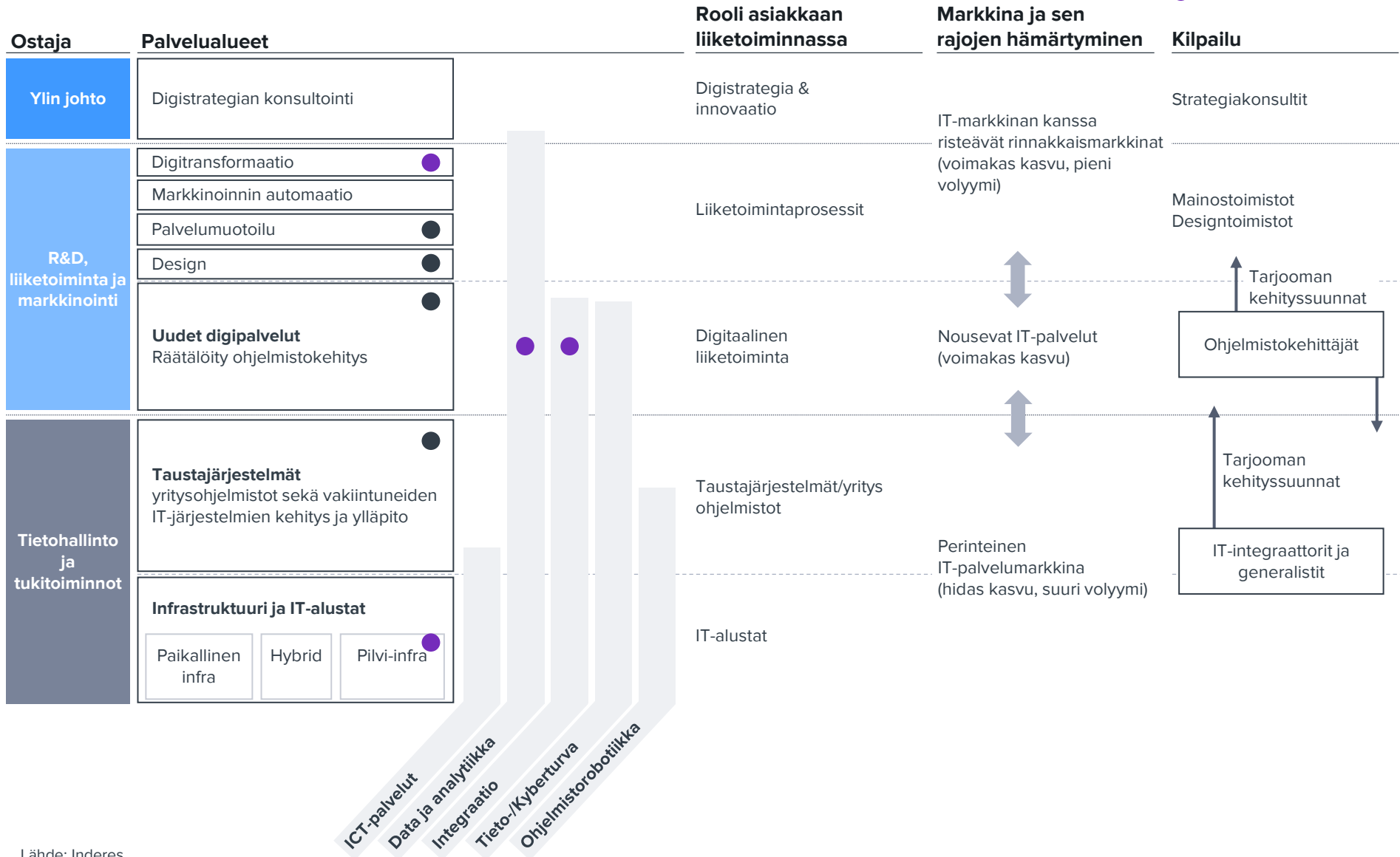
IT-markkinan kovin kysyntä on jo vuosia ollut uusien digitaalisten palveluiden kehittämisessä sekä luonteeltaan vielä melko kokeilevassa ohjelmistokehityksessä. Näkemyksemme mukaan markkinalla ollaan kuitenkin siirrytty viime vuosina vaiheeseen, jossa uusia digitaalisia palveluita ja nyt erityisesti niihin liittyvää dataa tulee pystyä integroimaan yhä tiiviimmin asiakkaan taustajärjestelmiin, jotta uusista ratkaisuksista saadaan täysi liiketoiminnallinen hyöty irti. Bilot-fuusion strategia ja tarjooma vastaa hyvin juuri kyseiseen trendiin.

Taustajärjestelmissä asiakkailla on samalla kasvava tarve modernisoida järjestelmiä, koska vanha toiminnanohjausjärjestelmä saattaa toimia jarruna digitalisaatoratkaisujen kehitykselle. Siten pitkään hitaasta kasvusta kärsineen toiminnanohjausjärjestelmien markkinan luonne muuttuu ja markkinalla on piristymistä. Myös integraatio- ja dataosaamisen merkitys korostuu.

# IT-palvelumarkkinan jakautuminen

## Vincitin tarjonta

- Ydinsaamisalue
- Osaamisalue



# IT-palvelumarkkina 4/8

Bilot fuusion lisäksi Vincit vahvisti vuoden 2017 lopulla ylläpito-osaamistaan yritysostolla. Vincitin ohjelmistoylläpito ja 24h asiakastuki ovat olleet siitä lähtien yksi kilpailuetu yhtiölle.

Taustajärjestelmissä ja ylläpidossa kilpailukenttä on huomattavasti vakiintuneempi, alalle tulon kynnys korkeampi ja asiakassuhteet pitkäkestoisia. Lisäksi taustajärjestelmiin vaadittavien kyvykkyyksien rakentaminen on vaikeaa. Tämä suuntaus elinkaariajatteluun on puhtaiden digipalveluiden kehittäjien yksi haaste kilpailussa generalisteja ja Vincitiä vastaan.

## Trendit organisaatioiden IT-ostamisessa

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

**Data ja analytiikka** on yksi markkinan kuumimmista trendeistä. Datasta on tulossa yhä useammalla toimialalla strateginen kilpailutekijä ja edellytys tekoälyratkaisuille. Useat toimijat ovat nostaneet sen keskiöön strategioissaan. Haasteena asiakkailla on yhdistää data siiloutuneesta tietohallinnosta läpi koko organisaation markkinointiin ja liiketoimintajohtoon. Voittajia ovat IT-yhtiöt, joilla on yhdistettynä analytiikan, koneoppimisen ja liiketoiminnan ymmärrystä.

**Tietoturva** on vielä tällä hetkellä suhteellisen pieni osa IT-palveluostajien tarjoamissa, mutta se on datan tavoin nousemassa yhä vahvemmas kilpailutekijäksi. Ostajat keskittyvät yhä enemmän tietoturvaan ja tämän osaamisen puuttuminen on toimittajalle selkeä maineriski. Geopoliittinen tilanne on entisestään lisännyt kysyntää. Useat sektorin yhtiöt investoivat parhaillaan tietoturvakyvykkyyksiinsä.

**Automaatio ja ohjelmistorobotiikka** ovat myös nousemassa palvelualueina tärkeämpään rooliin. Automaatio mahdollistaa tuottavuuden parantamisen, joustavuuden, skaalautuvuuden ja paremman laadun sekä asiakaskokemuksen ilman suuria ja kalliita järjestelmähankkeita. Useat sektorin yhtiöt ovat kehittäneet tai hankkineet tätä osaamista (Digital Workforce on alan pioneeri).

**Alihankintaverkostojen** rakentaminen on yksi viime vuosien selkeitä trendejä. Tällä yhtiöt paikkaavat osin rekrytointitarvetta ja lisäävät joustavuutta.

**Near-shore** kyvykkyyksien rakentaminen on ollut yksi selkeä viime vuosien trendi. Koronan myötä etätyönteko on mahdollistanut tämän entistä laajemmin. Kustannustaso (palkat) nearshore maissa on kuitenkin myös kasvanut, mutta on yhä Pohjoismaita jäljessä ja tämä on yksi keino osaajapulan ratkomiseen.

**Ukrainan sodan** suorita tai epäsuoria vaikutuksia yhtiöiden liiketoimintaan on nähty hyvin vähän, ainoastaan Tietoevryn liiketoimintaan. Venäjän ja Valko-Venäjän kapasiteetin käytännössä poistuminen markkinoilta ja Ukrainan kapasiteetin vähentyminen ovat lisännyt muiden Eurooppalaisten maiden kysyntää. Isot organisaatiot ovat myös alkaneet arvioimaan tarkemmin ostopäätöksiään Euroopan ulkopuolelta.

**Käyttäjäkeskeisyyden ja asiakaskokemuksen nousu jatkuu.** Nousevia alueita ovat esimerkiksi digitaalinen palveluutoilu, design ja asiakaskokemus. Osaaminen näillä alueilla nousee tärkeämmäksi kilpailutekijäksi IT-toimittajaa valitessa. Monet toimijat ovat paikanneet tätä aluetta yrityskaupoin. Hyötyjiä ovat olleet luovat ja design-keskeiset toimijat.

**IT-markkinalla tehdään edelleen vähiten sitä, mistä puhutaan eniten.** Näkyvimpiin termeihin liittyvien palveluiden (VR, AR, IoT, NLP jne.) volyyymi on vielä pientä sektorin tasolla. Näistä kuitenkin muodostunee seuraavan viiden vuoden tähtäimellä merkittäviä palvelualueita.

**Tekoälyosaamisen (AI)** markkina on ollut nopeassa kasvussa viime vuodet, eikä se ole enää pelkkä muotisana. Viimeaikoina markkina on ottanut nopeita harppauksia mm. ChatGPT:n kaltaisten teknologioiden saralla ja lähes kaikki toimijat pyrkivät hyödyntämään tekoälyä.

**Low-code- ja No-Code-ohjelmistokehitys** on tullut viime vuosina yhä yleisemmäksi. Kehityksen voi ajatella osin disruptiivana perinteistä ”helpompaa” ohjelmistokehitystä, kun ohjelmistokehitystä voidaan tehdä pienellä koodimäärällä tai kokonaan ilman. Osaltaan se on kuitenkin teknologian kehitystä, mihin yhtiöiden on sopeuduttava ja opittava hyödyntämään, mikä mahdollistaa ajankäytön haastavampiin ja parempien ratkaisujen kehittämiseen.

## Pilvimurros jakaa edelleen markkinaa.

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. Jälleenmyyjien lisenssikomissiot ovatkin kutistuneet viime vuosina. Häviäjiä ovat lisenssien jälleenmyynnistä riippuvaiset toimijat. Hyötyjiä ovat asiakkaat.

# IT-palvelumarkkina 5/8

**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.

**Halvimpien offshore-resurssien** merkitys kilpailutekijänä heikentyy jatkuvasti, sillä uusia digitaalisia palveluita on vaikea toteuttaa luotettavasti, riittävän nopeasti ja kustannustehokkaasti offshore-resursseilla. Ohjelmistorobotiikka heikentää edulliseen työvoimaan pohjautuvaa kilpailuetua. Lisäksi offshore-hintaetu on pienentynyt voimakkaamman palkkainflaation myötä. Tämä palauttaa IT-osaamisen kustannuskilpailuetua Eurooppaan. Häviäjiä ovat toimijat, joiden kilpailukyky on perustunut offshore-kustannustehokkuuteen. Hyötyjiä ovat toimijat, jotka pystyvät yhdistämään paikallisen läsnäolon ja saavuttamaan riittävän kustannustehokkuuden nearshore-resursseilla.

**Suuria, monivuotisia korkean riskin ERP-käyttöönottoprojekteja (SAP, Oracle, IBM) ei** tehdä samassa laajuudessa ja markkinan luonne muuttunut. Vakiintuneet ERP-järjestelmät eivät poistu asiakkailta, mutta ne jäävät ylläpitotilaan olemassa olevien IT-toimittajien hoitoon ja niitä viedään pilveen. EPR-järjestelmien modernisointiin investoidaan, jotta ne eivät olisi pullonkaulana digitalisaatiohankkeille. Häviäjiä ovat suurista projekteista riippuvaiset generalistit. Hyötyjiä ovat pienemmät toimijat, joilla on integraatio-osaamista.

**IT:n hankkiminen suurina projekteina vähenee** edelleen ja siirtyy kohti pienempiä, iteroivia

prosesseja sekä jatkuvaa kehitystä. Häviäjiä ovat hidasliikkeiset projektiorganisaatiot. Hyötyjiä ovat toimijat, joilla on osaamista ketterään tuotantoon, kyky hallita useiden eri toimittajien palveluita sekä kyvykkyydet jatkuvien palveluiden tuottamiseen.

**Liiketoimintalähtöisen ostamisen yleistyessä** IT-yhtiöt etsivät uusia arvontuottoon pohjautuvia ja skaalautuvampia hinnoittelumalleja saadakseen irrotettua liiketoimintamallinsa heikosti skaalautuvasta asiantuntijaresurssien myynnistä.

**IT-investoinnit siirtyvät** asiakkaan liiketoiminnan tukiprosesseja tehostavista investoinneista kohti liiketoiminnan ydinprosesseja tai itse lopputuotetta parantaviin investointeihin. Häviäjiä ovat liiketoiminnan tukiprosesseja ja ERP-sidosryhmiä perinteisesti palvelleet toimijat. Hyötyjiä ovat uusien digitaalisten palveluiden kehittäjät, joilla on teknistä osaamista, taustajärjestelmien osaamista sekä liiketoimintaymmärrystä.

**IT-budjettien omistus** asiakkailla hämärtyy ja siirtyy CIO-roolista yhä enemmän liiketoimintajohtajien ja markkinoinnin rooliin. Hyötyjiä ovat asiakkaan liiketoimintaa ja toimialaa ymmärtävät toimijat.

**Osaajapula, palkkainflaatio ja asiakashinnat ovat pähkinä ratkottavaksi sektorilla**

Näkemyksemme mukaan krooninen osaajapula ja asiakashintojen nousua voimakkaampi palkkainflaatio on yksi sektorin keskipitkän ja pitkän aikavälin keskeisistä haasteista. Tehokkuutta jatkuvasti parantamalla tämän yhtälön ratkominen käy ajan myötä yhä haastavammaksi. Erityisesti senioritason päässä on kyettävä erottautumaan muilla kuin palkkaan liittyvillä tekijöillä. Tällaisina tekijöinä pidämme muun muassa mielenkiintoisia asiakasprojekteja ja oman

urakehityksen kannalta hyvää työympäristöä. Osaajista on myös kyettävä pitämään kiinni ja henkilöstön vaihtuvuus minimoimaan. Osaajapulaa ollaan viime vuosina sektorilla ratkottu lisäämällä ja rakentamalla alihankintaverkostoja.

Palkkainflaatio on eri yhtiöiden kanssa käymiemme keskusteluiden perusteella ollut viime vuosina 2-6 % välillä osaamispainotuksesta riippuen. Tietoevryn palkkainflaatio oli keskimäärin 4 % vuonna 2022, mikä on sektorin muita kommentteja matalampi. Vuonna 2023 Tietoevry odottaa palkkainflaation olevan keskimäärin 4-5 % Lyhyemmällä aikavälillä hidastunut kysyntätilanne voisi hillitä palkkainflaatiota, kun heikossa taloussympäristössä vaihtuvuus tyypillisesti pienenee, mutta samanaikaisesti korkea inflaatio aiheuttaa lisäpainetta palkankorotuksille. Osittain tätä pyritään hillitsemään maantieteellisesti halvempaa työvoimaa käyttäen, mikä ei kuitenkaan pitkällä tähtäimellä ole kestävä ratkaisu ongelmaan. Goforen työehtosopimus, jossa palkankorotukset on sidottu kasvun ja kannattavuuden kehitykseen on mielestämme yksi keinoista hallita palkkainflaatiota.

Asiakashintojen kehitys on vuosien ajan ollut sektorien kommenttien perusteella 0-2 % ja näin ollen selvästi palkkainflaatiota maltillisempaa. Henkilöstökulut vastaavat sektorilla karkeasti noin 2/3-osaa kuluista ja vertailu palkkainflaation kanssa ei täten mene yksi yhteen, mutta efekti on edelleen negatiivinen lähes kaikilla sektorin toimijoilla. Peukalosääntönä asiakashinnat ovat korkeammat yksityisellä sektorilla, kun taas julkisen sektorin sopimukset ovat perinteisesti pitkiä ja tarjoavat sitä kautta jatkuvuutta sekä ennustettavuutta, mikä mahdollistaa laskutusasteiden paremman hallinnan.

# IT-palvelumarkkina 6/8

Lyhyellä ja keskipitkällä aikavälillä junioriresurssien laajempi käyttö ratkaisisi osaajapulaa, helpottaisi palkkainflaatiota ja lisäisi tehokkuutta. Nearshore-tekemisen laajempi käyttö ratkaisisi lyhyellä tähtämellä myös osaajapulaa ja voisi hillitä yhtiöiden palkkainflaatiota. Keskipitkällä ja pitkällä aikavälillä voittajia ovat myös ne jotka pystyvät tuottamaan asiakkaalle lisäarvoa ja sitä kautta myös nostamaan asiakashintoja.

## Markkinan tulevilta voittajilta odottamamme piirteet

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

**Jatkuvaan uudistumiseen kykenevät yhtiöt.** IT-palvelumarkkina on ikään kuin jatkuvan teknologisen muutoksen keskellä. Näihin muutoksiin reagoiminen ja niiden ennakkoon tunnistaminen on oman menestymisen kannalta olennaista. Teknologian kiihtyvässä muutosvauhdissa myös osaajien muutoskyvykyys nousee avainrooliin. Tässä uudistumisharjoituksessa epäonnistuminen vaikuttaisi suoraan nykyisiin asiakassuhteisiin, uusien asiakkaiden hankkimiseen, suhteelliseen kilpailuasemaan ja siten pidemmän aikavälin arvonluontikykyyn. Näkemyksemme mukaan IT-palvelumarkkinan kestävä kilpailukyvyyn onkin rakennuttava jatkuvan muutoskyvykkyiden varaan.

**Yritykset, jotka pystyvät vahvemmin yhdistämään myös junioriresurssit,** pystyvät arviomme mukaan kasvamaan vahvemmin ja kannattavammin. Tästä hyvä esimerkki on tanskalainen IT-palveluyhtiö Netcompany. Osittain junioriresurssien laajempi käyttö Suomessa vaatii muutosta myös ostajissa (ts. pois CV-mallista ratkaisustamiseen).

**Vahvojen asiakkuuksien omistajat,** joilla on strategisen kumppanin rooli asiakkaissa, vahva myyntikoneisto ja kyky johtaa laajoja IT-hankkeita sekä skaalata toimintaa vahvan alihankkijaverkoston kautta. Alihankkijan roolissa olevat pienet toimijat, jotka ovat pääasiassa keskittyneet asiakkaitaan enemmän osaajakilpailuun, ovat heikoilla makromarkkinan heikentyessä.

**Yritykset, joilla on vahvaa integraatio- ja taustajärjestelmäosaamista** sekä kyvykyys ylläpitoon ja jatkuviin palveluihin. Ylläpidossa vahvat toimijat ovat vahvoilla myös markkinan heikentyessä. Tämä on monen keskisuuren digipalveluiden kehittäjän heikkous.

**Yritykset, jotka onnistuvat rakentamaan dynaamisen organisaatiomallin,** joka pystyy reagoimaan ketterästi ja nopeasti kehittyvään markkinaan. Monet sektorin yhtiöt kärsivät tehostomista, huonosti joustavista, hierarkkisista ja siiloutuneista organisaatorakenteista, jolloin uudistuminen on vaikeaa markkinan muuttuessa.

**Datata ja analytiikasta on tulossa yhä kriittisempi osa toimitusta** ja keino luoda lisäarvoa asiakkaalle ja kilpailukykyä toimittajalle. Palvelualueen rooli on jo nyt tärkeä, mutta se on nousemassa yhä tärkeämmäksi ja mahdollistaa myös tekoälyn ja koneoppimisen laajemman ja tehokkaamman käytön.

## Kilpailukyvyyn lähteet markkinalla

- Uudistumiskyky
- Kyky rekrytoida
- Elinkaaritarjoama
- Kuumat osaamisalueet:
  - Transformaatiokyvykyys
  - Datan hyödyntäminen
  - Tietoturva
- Ketteryys ja nopeus
- Osaajien kyvykkyudet (CV)

## Lisäarvo markkinalla

- Digitalisaatio ja digitransformaatio
- Liiketoimintalähtöisyys
- Uuden liiketoiminnan kehittäminen
- Datan hyödyntäminen

# IT-palvelumarkkina 7/8

## Yrityskaupat ja konsolidaatio sektorilla jatkuu

IT-palvelusektorin konsolidaatio oli aktiivista läpi viime vuosikymmenen ja se on jatkunut yllättävän vilkkaana markkinan epävarmuudesta huolimatta. Monet sektorin yhtiöt olisivat arviomme mukaan kuitenkin halunneet jatkaa aktiivisemmin myös epäorganista kasvua ja saada vahvat taseet tuottavaan työhön.

Issossa kuvassa pääosalla sektorin yhtiöistä kiinnostus yritysjärjestelyihin on suuri. Konsolidaatiota ajaa halu osaamisportfolion laajentamiseen, maantieteelliseen laajentamiseen ja puhtaasti toimituskapasiteetin kasvattamiseen. Näkemyksemme mukaan pääosalla sektorin yhtiöstä ei kuitenkaan ole kriittistä tarvetta yritysostoille, vaan tarvetta ajavat muut asiat, kuten strategiset tavoitteet. Pelkästään kasvu on verrattain ”huono” syy yritysostoille ja suurin hyöty tulee näkemyksemme mukaan osaamisportfolion laajentumisen myötä, mikä vahvistaa kilpailukykyä sekä tuottaa liikevaihtosynergioita. Yritystoston onnistumiseksi on tärkeää, että strategiat ja kulttuurit sopivat yhteen.

Pääosalla sektorin yhtiöistä on vahvat taseet ja

käytännössä kaikilla terve kannattava liiketoiminta, joka jatkuvasti tuottaa hyvää kassavirtaa ja vahvistaa edelleen tasetta. Omien osakkeiden käyttö on toki mahdollista ja monet yhtiöt ovat myös käyttäneet tätä mahdollisuutta. Usean yhtiön arvostustaso on kuitenkin tällä hetkellä melko matala ja oman osakkeen käyttö ei näin tarjoa samoja mahdollisuuksia omistaja-arvon luonnille.

Näkemyksemme mukaan velkavivun käyttö yritysostoissa on edelleen hyvä vaihtoehto, vaikka korkotaso on noussut, kun huomioidaan vahvat taseet ja yhtiöiden vahva kassavirta. Maltillinen velkavipu parantaisi myös oman pääoman tehokkuutta.

Pääomasijoittajat ovat myös edelleen aktiivisia ja rakentavat IT-osaajataloja. Pari vuotta sitten Triton osti Ruotsissa listatun HiQ:n. Lisäksi useat pääomasijoittajat ovat jatkaneet pienempien IT-palveluyhtiöiden konsolidointia.

Digipalveluiden kehityksen markkinan siirtyessä nyt kypsempään vaiheeseen ja IT-markkinan eri osa-alueiden yhdentyessä on laajempi konsolidaatio todennäköistä, kuten Tiedon ja EVRYn sekä KnowITn ja Cybercomin fuusiossa

nähtiin. Kiinnostava skenaario voisi olla kahden keskimarkkinan toimijan yhdistäminen vahvemmaksi haastamaan suuria generalisteja, kuten Bilotin ja Vincitin fuusio. Näkemyksemme mukaan yhdistymisessä tulisi olla selkeitä liikevaihtosynergioita ja kilpailuetua vahvistavia tekijöitä. Suomen markkinassa on näkemyksemme mukaan listaamattomia toimijoita, joiden osaamispainotus, maantieteellinen läsnäolo ja asiakasportfolio sopisivat yhteen listattujen toimijoiden kanssa. Vincitin seuraavan 10 vuoden arvonnun kannalta olennaista on myös yhtiön rooli sektorin laajemmassa konsolidaatiossa ja vahvan kassavirran allokointi omistaja-arvoa luoden.

Selkeitä osaamisalueita, joita on viime vuosina hankittu tarjoaman vahvistamiseksi ovat neuvonanto, transformaatiojohtaminen, data ja analytiikka sekä robotiikkaa hyödyntävä automaatio osaaminen. Kyberturvaa haluttaisiin, mutta ostokohteiden arvostukset rajoittavat arviomme mukaan transaktioita. Järjestelyjä on tehty myös toimituskapasiteetin takia, mutta etenkin tällä hetkellä, rekrytointimarkkinan ollessa helpompi, ovat yhtiöt varovaisempia tekemään järjestelyjä pelkän kapasiteetin vuoksi.

	Digia	Gofore	Innofactor	Loihde	Netum	Siili	Solteq	Tietoevry	Vincit	Digital Workforce	Witted
<b>Kiinnostus järjestelyihin</b>	4	4	3	4	4	4	3	4	4	5	4
<b>Tarve järjestelyille</b>	2	3	2	2	2	3	2	1	2	4	2
<b>Tase mahdollistaa yritysostot</b>	3	5	2	5	2	3	2	3	4	5	4
<b>Kiinnostava ostokohde</b>	2	3	3	2	3	2	4	1	3	4	2

1=matalin, 5=korkein.

Lähde: Inderes arvio

# IT-palvelumarkkina 8/8

## Viimeisten tuloskausien huomiot

IT-palvelusektorin yhtiökohtaiset Q1-luvut ovat nähtävissä oikealla taulukosta. Keskeisiä huomioita sektorilta viime neljänneksiltä ovat:

- Orgaaninen kasvu kiihtyi hieman Q1'23:lla ja oli 10 % (Q4: 9 %), vaikka sektorilla kerrottiin edelleen asiakaskysynnän epävarmuudesta.
- Kannattavuus Q1:llä oli hyvä (mediaani 9 %) ja Q4:n tasolla. Kannattavuudet ylittivät odotukset pääosalla sektorin yhtiöistä.
- Vaihtuvuus on laskenut edelleen ja lähestyy jo useimmilla yhtiöillä ymmärryksemme mukaan normaaleja tasoja (~10 %).
- Koko IT-palvelusektorin Q1-yhteenveto katsottavissa [tästä](#) ja Q4-yhteenveto [tästä](#).

## Sektorin lyhyen aikavälin näkymät

IT-palvelusektorin yhtiökohtaiset 2023 ennusteet ovat nähtävissä oikealla taulukosta. Keskeisiä huomioita lyhyen aikavälin näkymistä:

- Odotamme asiakaskysynnän isossa kuvassa pysyvän melko hyvänä lyhyellä aikavälillä, mutta geopoliittinen tilanne ja talouden epävarmuus on nostanut epävarmuutta myös IT-palvelusektorilla, erityisesti yksityisen sektorin asiakaskunnassa.
- Isossa kuvassa voidaan osin sanoa, että kilpailu on siirtynyt ensimmäistä kertaa todella moneen vuoteen tekijöistä asiakkaisiin. Arvioimme tämän kuitenkin olevan väliaikaista.
- Nykyisessä ympäristössä voi olla vaikea viedä hinnankorotuksia läpi ja ne, jotka tekivät ne viime vuoden puolella, ovat hyvissä asemissa. Nyt hinnat ovat ymmärryksemme mukaan hetkellisesti jopa laskussa kiristyneen kilpailun takia joillain osa-alueilla, kuten ohjelmistokehityksessä.
- Vaihtuvuus alkaa olemaan isossa kuvassa jo hyvillä tasoilla, eikä siitä samalla tavalla saada tukea kannattavuuteen, varsinkaan Q/Q.
- Laskeva vaihtuvuus ja asiakaskysynnän epävarmuus hillitsee todennäköisesti voimakkainta palkkainflaatiota. Odotammekin palkkainflaation myös maltillistuvan lyhyellä aikavälillä sektorin tasolla jossain määrin, kevään korkeiden TES-korotuksien jälkeen. Osalla yhtiöistä vaihtuvuus jopa laskee palkkainflaatiota.
- Loppuvuonna kannattavuuteen vastatuulta antaa huhtikuun palkankorotukset. Q2:lla on yksi työpäivä vähemmän, mikä rajoittaa kannattavuutta.
- Tänä vuonna kasvun kannalta kriittistä onkin onnistumiset myynnissä ja luonnollisesti ne yhtiöt ovat vahvoilla, joissa tähän on panostettu jo aikaisemmin.
- Julkisesta sektorista on viimeisten vuosien aikana muodostunut hyvinkin houkutteleva markkina johtuen terveestä, ennustettavasta ja kasvavasta kokonaiskysynnästä. Vaikka hallituksen muodostaminen voi hetkellisesti vaikuttaa uusiin kilpailutuksiin on markkina isossa kuvassa edelleen houkutteleva toimittajan kannalta.
- Kokeneemman pään rekrytoinneissa erilaiset palkkamallit ovat vahvuus, koska osaajat arvostavat eri asioita. Monet ovat rekrytoineet myös nuorempia osaajia ratkoen tällä tavalla osaajapulaa ja palkkainflaatiota.
- Alihankintaa antaa arvokasta joustavuutta liiketoimintaan nykyisessä asiakasepävarmuudessa.

	Q1'23	Kasvu, %	Orgaaninen kasvu, %	EBIT-% oik. Q1'23	EBIT-% oik. Q1'22
Digia		18 %	11 %	9,7 %	12,1 %
Gofore		39 %	32 %	16,9 %	14,4 %
Innofactor		19 %	11 %	8,8 %	8,2 %
Loihde		13 %	-2 %	-6,1 %	2,5 %
Siili		15 %	10 %	9,4 %	11,9 %
Solteq		-12 %	-14 %	-1,0 %	7,0 %
Tietoevry		2 %	8 %	12,3 %	12,0 %
Vincit		59 %	10 %	8,6 %	10,4 %
Witted		48 %	19 %	-0,9 %	3,2 %
Keskiarvo		22 %	9 %	6,4 %	9,1 %
Mediaani		18 %	10 %	8,8 %	10,4 %

Lähde: Yhtiöt ja Inderes.

	2023e (Q1-raportin jälkeen)			2022
	Kasvu, %	Orgaaninen kasvu, %	EBIT-% oik.	EBIT-% oik.
Digia	11 %	7 %	10,3 %	9,2 %
Digital Workforce*	19 %	17 %	3,2 %	-7,0 %
Gofore	28 %	20 %	15,0 %	14,5 %
Innofactor	12 %	8 %	7,6 %	7,1 %
Loihde	13 %	3 %	6,6 %	3,2 %
Netum*	23 %	10 %	10,4 %	8,7 %
Siili	12 %	8 %	10,0 %	9,8 %
Solteq	-12 %	-1 %	-0,1 %	0,7 %
Tietoevry	3 %	7 %	13,3 %	13,0 %
Vincit	27 %	7 %	8,4 %	6,1 %
Witted	36 %	17 %	1,0 %	0,5 %
Keskiarvo	15,6 %	9,3 %	7,8 %	6,0 %
Mediaani	13,0 %	8,0 %	8,4 %	7,1 %

Lähde: Inderes, \*H2 jälkeen, Goforen ennuste huhtikuun liiketoimintatarkastuksen jälkeen

# Sektorin yrityskauppoja pohjoismaissa

Päivämäärä	Ostaja	Kohde	Liikevaihto MEUR	EBITDA MEUR	EBITDA-%	Henkilöstö	EV MEUR	EV/Sales	EV/EBITDA
04/23	Azets	Solteqin Microsoft ja Retail toimintoja	11,2	1,5	~13 %	60	15-20	1,3x-1,8x	10x-13x
02/23	DNV Group	Nixu	60,2	2,4	4 %	393	98,0	1,6x	41x
01/23	Netum	Studyo	1,3	0,1		14			
01/23	Investcorp International	Eficode Oy	150,0			600			
11/22	Solteq	S2B Energia Oy				10			
11/22	Loihde	Onrego	7,1	0,5	7 %	30	4,3	0,6x	~9x
11/22	Gofore	eMundo	~8	0,8	9 %	96	8,0	~1x	~8x
10/22	Digia	Avalon	2,4	0,4	15 %	24			
10/22	Siili	Haallas	5,8	0,9	~15%	>50	3,75-9,0	0,6x-1,6x	4x-10x
09/22	Witted	Nexec Oy	12,8	0,7	5,8 %	80	8,3-12	0,7x-0,9x	11x-16x
07/22	Vincit	Bilot (sulautuminen)	30,5	0,6	2,1 %	195			
06/22	Digia	Productivity Leap Oy	5,5	1,2	22 %	35			
06/22	Innofactor	Invenco Oy	6,3	0,4		50	3-7	0,5x-1,1x	8x-19x
06/22	Knowit	Marketing Clinic Oy	10,5			60	8,5-10	1,0x	
05/22	Pinja	Oiwa	2,1			25			
04/22	Digia	MOST Digital	3,0	0,0	0 %	34			
01/22	Gofore	Devecto	10,7	2,0	19 %	130	21-26	2,0x-2,4x	10x-13x
01/22	Solteq	Enerity Solutions Oy	2,2	0,3	~15 %	>20	4,5	2x	15x
11/21	Norvestor	Pinja	40,0			450			
11/21	HiQ	Lamia	8,3	2,7	33 %	90			
10/21	NetCompany	Intrasoft International S.A.	197,0	18,0	9 %	2800	235	1,2x	13,1x
10/21	Netum	Cerion Solutions Oy	3,6	0,5		38	6-7,1	~1,8x	9x
10/21	Bilot	Motley	4,1	0,2		40	5,1	1,2x	26x
09/21	KnowIT	Capacent (johdon konsultointi)				50			
08/21	HiQ	Advicon				25			
08/21	Advania	Visolit				1200			
05/21	eCraft (Fellowind)	Project-IT	12,0			30			
05/21	Eficode	Beecom (SUI)	10,0	1,5	15 %	58	10	1,0x	6,7x
05/21	Loihde	Talent Base Oy	7,4	1,1	15 %	58	10	1,4x	9x
05/21	HiQ	Scandio (GER)				100			
05/21	Knowit	Cybercom				1200			13x
04/21	Vincit	Bonsky Digital	2,7	0,2	7 %	30	2,7-3,0	1,0x-1,1x	13x-15x
03/21	TSS	Innofactorin Prime-liiketoiminta	>2			15			
02/21	Aucerna	TietoEVRYn öljy ja kaasua -liiketoiminta	~50			430	155	3,2x	
02/21	Solteq	Partiture Oy	2,4	1,0	40 %	16		1x	2x-3x
02/21	Gofore	CCEA ja Celkee Oy	5,6	1,2	21 %	50		1,1x	5,1x
12/20	IBM	Nordcloud	80,0			490			
12/20	Digia	Climber (SE, FI, DK, NED)	13,8	0,7	5 %	77	8-14	0,6x-1,0x	12x-20x
12/20	Siili	Supercharge (Unkari)	9,0	2,1	23 %	115	17	~1,8x	~8x
08/20	Triton	Hiq	~180	~25	14 %	1500	~340	1,9x	13,6x
08/20	Bilot	CastorIT	7,3	0,9	12 %	60	8,8	1,2x	10x
08/20	Gofore	Qentinel	12,0	1,7	14 %	100	8,9-10,9	~0,9x	~6,4x
08/20	Pinja (Protaccon)	PiiMega							



# Kilpailukenttä 1/5

## Kilpailijoita kolmessa tasossa

Suomen IT-palvelumarkkinan hajanaista rakennetta mukaillen myös kilpailukentästä on muodostunut pirstaleinen. Ylätasolla kilpailukenttä voidaan mielestämme jakaa kolmeen kerrokseen.

Ensimmäisessä kerroksessa operoivat suuret kansainväliset IT-generalistit, jotka eri markkinalähteiden mukaan pitävät hallussaan noin 50 % markkinaosuutta. Tällaisia globaaleja jättejä ovat esimerkiksi TietoEvry, CGI, Fujitsu, Accenture ja CapGemini. Toisessa kerroksessa toimivat yhtiöt ovat puolestaan kokoluokaltaan noin 20-150 MEUR:n liikevaihtoluokassa olevia toimittajia ja näiden yhteenlasketuksi markkinaosuudeksi on arvioitu noin 30 %. Kolmas kerros ja siten markkinan loppuhäntä kuuluu sen sijaan kooltaan pienemmille ja alle 200 henkeä työllistävillä ratkaisutaloille.

## Vincitin kilpailijat

Vincitin kilpailijoita ovat suuret, usein kansainväliset IT-generalistit sekä pienemmät ohjelmistokehitystalot. Generalisteista esimerkkinä voidaan mainita TietoEvry, CGI, Cap Gemini ja Accenture. Muista ohjelmistokehitystaloista kilpailijoina voidaan mainita Reaktor, Gofore, Futurece, Siili ja Solita. Selkeitä yksittäisiä pääkilpailijoita on kuitenkin vaikea osoittaa kentän pirstaleisuuden vuoksi. Vincit asemoituu näiden toimijoiden väliin toimintamallilla, joka pyrkii yhdistämään pienen toimijan ketteryuden, luovan osaamisen, vahvan teknologiaosaamisen sekä riittävän toimituskyvykkyyden ja palvelutarjoaman vastata

suurten asiakasorganisaatioiden tarpeisiin. Yhtiö pyrkii kasvamaan asiakasorganisaatioissaan liiketoimintakriittisen kumppanin rooliin ja on valinnut erottuvat osaamiskärjet. Tarjoaman laajuudeltaan ja samassa kokoluokassa olevista listatuista yhtiöistä Digia on mielestämme lähimpänä nykyistä Vincitiä. Yhtiöt eivät kuitenkaan asiakaskentässä ole niin usein vastakkain, koska molemmilla on kirkkaat erilaiset osaamiskärjet ja teknologiapainotukset, jotka erottavat niitä. Liiketoimintatransformaatioissa Vincitin merkittäviä listaamattomia kilpailijoita ovat Norjassa ja Ruotsissa toimiva Pearl ja suomalainen VAIMO.

## Vincitin EAM-tuote

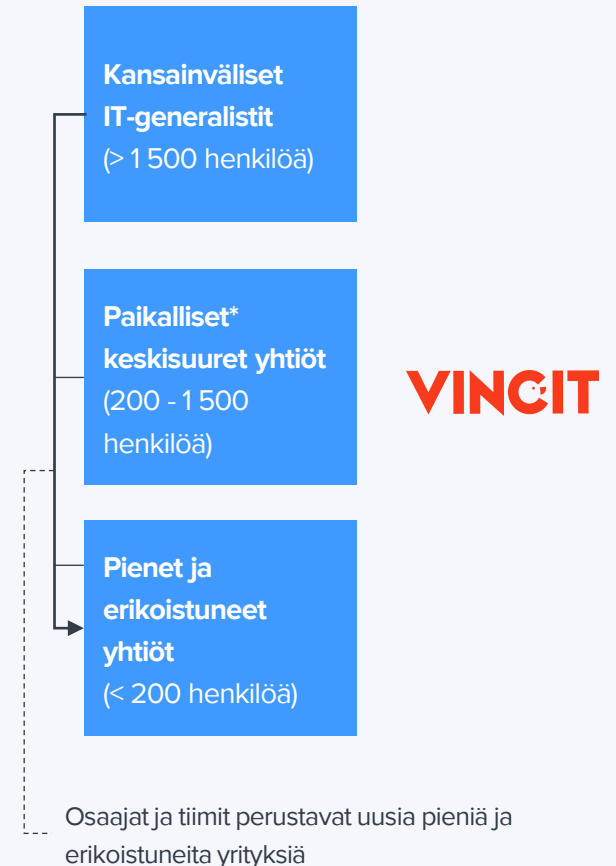
Vincit EAM-tuote soveltuu keskisuurille asiakkaille, joilla on jatkuvaa huoltoa edellyttävää toimintaa. Tärkein kilpailuetu tuotteella on sen modulaarisuus ja pilvipohjaisuus. EAM on vielä suhteellisen varhaisessa kehitysvaiheessa ja muutamat suuret asiakkaat ovat sitoutuneet tuotteeseen jopa 10 vuoden sopimuksilla. Tuotteen kehitys on kuitenkin viime vuosina jäänyt selvästi yhtiön markkinoille indikoimista odotuksista ja tuote vaatii edelleen panostuksia. EAM-tuotteen lähin kilpailija Suomessa on SAP:n ylläpitomoduuli. Solteq on myynyt hieman Vincit ratkaisua vastaavan huolto- ja kunnossapitojärjestelmiä toimittavan MainIoT Software Oy:n IFS-konsernille vuonna 2016.

## Suurien skaalaa vastaan taistellaan eri keinoin

Mielestämme suurten IT-generalistien selkeimpiä vahvuuksia ovat mittavat resurssit ja laajat tarjoamat, joita vahvistetaan usein kustannustehokkailla offshore-tuotannoilla.



## Kilpailukentän dynamiikka



\*Keskisuurista yhtiöistä löytyy myös kansainvälisiä tai kansainvälistyviä yhtiöitä kuten Gofore, Siili ja Vincit  
Lähde: Inderes

# Kilpailukenttä 2/5

Tyypillisesti näiden toimijoiden asiakas- ja teollisuusportfoliot ovat hyvin laajoja. Näin myös asiakas- ja toimialaymmärrykset ovat yleensä pienempiä toimijoita syvempiä. IT-generalistien geeniperimän ytimessä on vahva taustajärjestelmäosaaminen.

Käytännössä tämä tarkoittaa sitä, että näiden yhtiöiden ratkaisut ovat asiakkaan näkökulmasta sekä erittäin liiketoimintakriittisiä että vakiintuneita. Nämä taustajärjestelmätoimitukset ovat myös teknisesti hyvin haastavia ja korkean riskin hankkeita, mikä nostaa alalle tulon kynnyistä. IT-generalistien keskeisimmät kilpailuedun lähteet voidaan mielestämme tiivistää suuriin resursseihin, asiakkaan kohtaamiin vaihdon kustannuksiin sekä korkeisiin alalle tulon kynnyksiin.

Vincitin kokoluokassa yhtiöt tarvitsevat ketteryyden rinnalle yleensä myös jonkin terävän osaamiskärjen ollakseen kilpailukykyisiä suuria generalisteja vastaan, kuten Vincitin vahvan ohjelmistokehityskapasiteetin tai SAP-osaamisen. Lisäksi pienemmät yhtiöt murtautuvat asiakkuuksiin tyypillisesti muun ostajan kuin tietohallintojohdon kautta myyden digitalisaatoratkaisuja esimerkiksi suoraan liiketoiminnalle. Näin ollen pienemmät yhtiöt eivät välttämättä lainkaan kohtaa kilpailussa asiakkaan vakiintunutta järjestelmätoimittajaa. Suuret generalistit operoivatkin usein hieman eri alueilla. Viime vuosina sektorin suurimmat toimijat ovat kuitenkin ryhtyneet vahvistamaan kyvykkyyksiään juuri uusien digipalveluiden kehityksen alueella, mikä on tehnyt kilpailutilanteesta aikaisempaa tiiviimmän (ts. enemmän päällekkäisyyttä).

Koska toimialan ansaintalogiikka on pääomakevyttä ja henkilöintensiivistä, myös alalle tulon kynnykset ovat yleisesti ottaen matalia.

Monet IT-palvelumarkkinan uudet toimijat ovatkin syntyneet vakiintuneista IT-toimittajista yrittäjiksi lähteneiden osaajien perustamina. Pienempien toimijoiden suurimpana heikkoutena on mielestämme se, että ne usein jäävät arvoketjussa jumiin ja joutuvat palvelemaan loppuasiakkaita vain osana alihankintaverkostoa. Tästä johtuen pienet yhtiöt eivät välttämättä kykene tarjoamaan kunnianhimoisille osaajille riittävän mielenkiintoisia urapolkuja, mikä samalla vaikeuttaa sekä oman liiketoiminnan kasvattamista ja arvoketjuaseman kohentamista. Osaajakilpailussa pienten yhtiöiden keskeisimmät valtit ovatkin tyypillisesti kulttuurisidonnaisia.

## Kilpailuetuja rakennettava jatkuvasti

Toimialan hyvistä kasvunäkymistä huolimatta kilpailua on paljon, sillä markkinassa on useita toimittajia ja alalle tulon kynnykset ovat aikaisemmin todetun mukaisesti matalat. Arviomme mukaan myös edellytykset pelkällä teknisellä taituruudella ja yksittäisillä pisteratkaisuilla erottautumiselle ovat kapeat. Pitkällä aikavälillä näemmekin, että kilpailuetuja on rakennettava laajempien ja strategisiin kumppanuuksiin tähtäävien osaamisten päälle. Tämä puolestaan edellyttää yhtiöiltä sitä, että toiminnasta löytyy jatkuvaa dynaamisuutta, joustavuutta ja uudistumiskykyä. Pitkällä aikavälillä menestyäkseen yhtiöiden onkin mielestämme kyettävä lukemaan sekä teknologioiden että asiakastarpeiden kehittymisiä ja reagoimaan näihin muutoksiin omia osaamisia rakentamalla.

Tätä taustaa vasten pidämme aidosti kestävien kilpailuetujen luomista rakenteellisesti vaikeana harjoituksena. Pitkän aikavälin arvonluonnille emme kuitenkaan näe tätä esteenä.



## Vincitin kilpailutekijät

### Vahvistavat tekijät

- Kyvykkyys toimittaa vaativia hankkeita vs. pienet toimijat
- Ketteryys, reagointi- ja uudistumiskyky vs. suuret generalistit
- Osaamisen hallinta ja kyky houkutelaa osaajia
- Terävät osaamiskärjet tietyillä palvelualueilla
- Taustajärjestelmä ja ylläpito-osaaminen

### Heikentävät tekijät

- Kapeampi tarjooma vs. generalistit, joilla mittavat offshore-resurssit, laaja tarjooma ja kyvykkyys toimittaa korkean riskin suuria hankkeita
- Ohjelmistokehityksen matalat alalle tulon kynnykset
- Useita pieniä ketteriä toimijoita haastajina, monilla palvelualueilla matala alalle tulon kynnyks
- Julkishallinnon markkinassa vasta lyhyt kokemus

# Kilpailukenttä 3/5

## Vertailuryhmän kasvu ja kannattavuus

Tarkastelemme seuraavan sivun kuviossa listattujen sekä listaamattomien suomalaisten ja muiden Pohjoismaisten IT-palveluyhtiöiden kasvua ja kannattavuutta taulukossa sivulla 28. Vertailussa on mukana lisäksi joitain Pohjoismaisia, Euroopan markkinalla toimivia yhtiöitä sekä Iso-Britannialainen Kainos. Osalta yhtiöistä emme saaneet vielä vuoden 2022 lukuja.

Vertailuryhmän kasvu vuositason 2018-2022 on ollut keskimäärin noin 21 %, mitä selittää markkinan kasvu, monien pienten toimijoiden nopea orgaaninen kasvu sekä yrityskaupat. Voimakkaimmin kasvaneet yhtiöt ovat laajentuneet niin yritysostoin kuin myös orgaanisesti. Vincer on myös vauhdittanut kasvuaan yritysostoilla. Vahvoja orgaanisia kasvajia ovat olleet mm. Witted, Luoto, Gofore, Sulava, Siili, Vincer, Futurice, Netum, Reaktor, Bouvet ja Netcompany. Hitaimmin ovat kasvaneet suuremmat toimijat, jotka ovat kärsineet markkinan murroksesta (kuten Tietoevry ja CGI).

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 on näkynyt vuosina 2019-2021 orgaanisen kasvuvauhdin hidastumisena. Selkeä erottuva yhtiö on tanskalainen Netcompany, joka lähes 5000 osaajasta (nyt 7400) huolimatta pystyi kasvamaan palveluliiketoiminnassa orgaanisesti ~20 % vuosivauhtia ja yli 25 %:n EBITDA-marginaalia. Lisäksi Goforen orgaaninen kasvu on jopa kiihtynyt viime vuosina.

Kannattavuuden osalta vertailujoukon keskiarvo on 11 % käyttökatteella (EBITDA-%) mitattuna vuositason 2018-2022 (2017-2021: 12 %). Yhtiöt ovat keskimäärin kannattavuudeltaan terveellä tasolla. IFRS-16-muutos nosti IFRS-kirjanpidossa olleiden yhtiöiden käyttökattemarginaaleja noin 1-3 %-yksikköä vuodesta 2019 alkaen (efekti laimeampi keskiarvoja katsottaessa). Tämä heikentää vertailukelpoisuutta vuotta 2019 edeltävään jaksoon ja erityisesti FAS-kirjanpidossa oleviin yhtiöihin. IT-palveluiden toimialalla olemme pitäneet yli 10 % EBITDA-tasoa hyvänä kannattavuustasona (ilman IFRS-16-vaikutusta). Yksinumeroisiin kannattavuustasoihin yhtiöiden ei pitäisi olla tyytyväisiä. Suuret generalistit Tietoevry 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 muutamit toimijat ylitse muiden. Tähtipelaajien lokeroon asettuvat suomalaisista yhtiöistä Gofore, Solita, Netum ja Reaktor sekä tanskalainen Netcompany, isobritannialainen Kainos, norjalainen Bouvet ja Yhdysvaltalaiset Globant, Endava sekä Epam.



## Kasvuajurit

### Pitkä aikaväli

- Digitalisaatio kiihdyttää ja kasvattaa markkinaa
- IT:stä tulee yhä keskeisempi osa yhtiöiden liiketoimintaa ja strategiaa
- IT-palvelumarkkinan määritelmä laajenee
- Kansainvälistyminen ja near-shoren kasvattaminen
- Yritysostot

### Lyhyt aikaväli

- Asiakashintojen nousu
- Rekrytointi – työntekijäimago, matala vaihtuvuus
- Tehokkuuden parantaminen laskutusasteiden ja/tai prosessitehokkuuden myötä
- Alihankinnan kasvattaminen
- Yritysostot



## Kannattavuusajurit

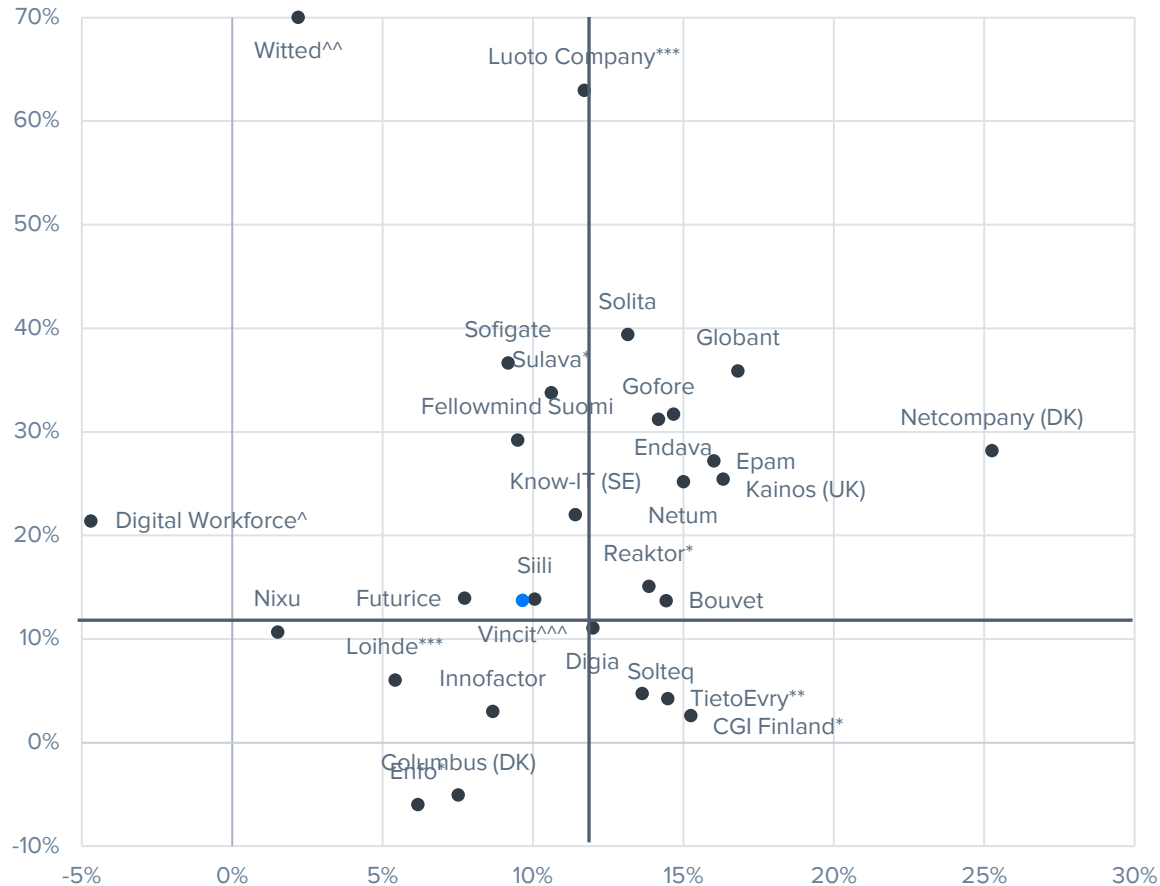
### Lyhyt aikaväli

- Laskutusasteet
- Vaihtuvuuden hallitseminen
- Palkkainflaation hillitseminen
- Tehokkuuden parantaminen

# Kilpailukenttä 4/5

## Kilpailijoiden taloudellinen kehitys 5v

Liike-  
vaihdon  
kasvu,  
2017-2022,  
CAGR %



Käyttökate-% keskimäärin 2018-2022

Lähde: Inderes, yhtiöt. Luvut sisältävät IFRS 16 -muutoksen vuodesta 2019 lähtien, osalla

\*vuodet 2017-2021

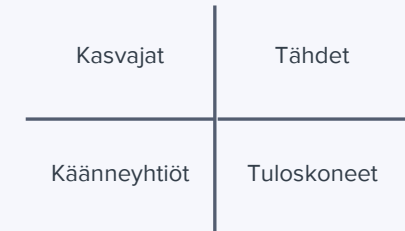
\*\*Sisältää Tiedon ja Evryn itsenäiset luvut ensin vuosilta 2017-2020

\*\*\*Vuodet 2019-2022

^Käyttökate-% -10,7 %; ^^ kasvu 88 %; ^^Vincitin ja Bilotin konsolidoidut luvut



## Kilpailukentän profiili



### Tähdet

- Edelläkävijöitä, joilla vahva kannattavan kasvun historia
- Pääosin pieniä ja ketteriä toimijoita, jotka ovat asemoituneet ja panostaneet IT-palvelumarkkinan kasvaville alueille
- Tähtien organisaatorakenteet ovat kevyitä ja tekeminen hyvin liiketoimintalähtöistä

### Kasvajet

- Yhtiöitä, jotka ovat päässeet kiinni kasvuun, mutta tehdyt panostukset ovat painaneet kannattavuutta
- Kasvu ollut usein yritysostojen kiihdyttämää

### Tulokoneet

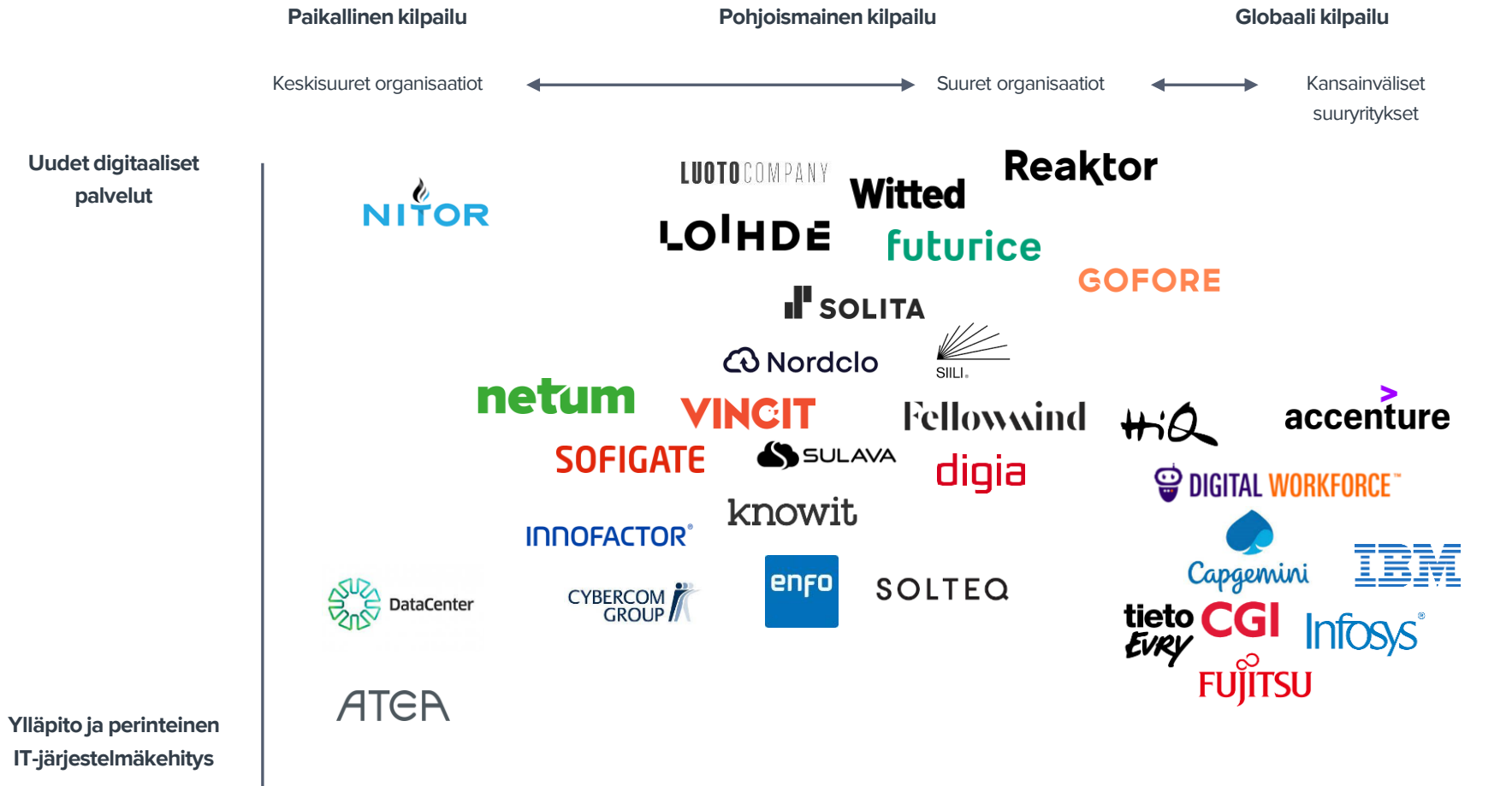
- Yhtiöitä, joiden asiakkailla korkeat vaihdon kustannukset esimerkiksi räätälöityjen ohjelmistoratkaisuiden myötä
- Kannattavuutta optimoitu osin kasvun kustannuksella

### Käänneyhtiöt

- Pääosin perinteisen IT:n yhtiöitä, jotka ovat murrosvaiheessa tai eivät ole pysyneet mukana markkinatason muutoksessa

# Kilpailukenttä 5/5

Suomen markkinarakenne asiakaskoon ja palvelualuekohtaisen asemoitumisen perusteella



# Strategia ja taloudelliset tavoitteet 1/3

## Liiketoimintatransformaatiokumppani ja digitaalisen kehityksen kiihdyttäjä

Vincit päivitti loppuvuodesta 2022 strategiansa heijastelemaan Bilot-fuusiossa syntynyttä uutta kokonaisuutta. Vincitin päivitetty kasvustrategia keskittyy kahteen painopistealueeseen. Yhtiön tavoitteena on olla asiakkaiden kumppani kaupallisten kyvykkyyksien transformaatioissa ja digitaalisen kehityksen kiihdyttämisessä.

Pohjoismaissa Vincit tähtää johtavaksi digitaalisen liiketoiminnan transformaatiokumppaniksi keskittyen brändien, valmistavan teollisuuden ja kaupan alan asiakkaisiin. Ymmärryksen mukaan tämä tarkoittaa edelleen Ruotsin liiketoiminnan vahvistamista ja mahdollista laajentumista Norjaan. Liiketoimintojen vahvistaminen ja laajeneminen voi olla orgaanista ja epäorgaanista.

Yhdysvalloissa Vincit on osoittanut kykynsä kasvaa ja yhtiön kilpailukyky rakentuu yhdistelmälle paikallista läsnäoloa sekä pohjoismaisten asiantuntijoiden ja kulttuurin hyödyntämistä Yhdysvaltojen markkinoilla. Yhtiö on aikaisemmin puhunut asiantuntijoiden myymisestä Suomesta USA:han, mutta ymmärryksen mukaan tässä on selvästi potentiaalia vielä realisoitavissa. Yhtiön kommenttien perusteella myös uudet yritysostot ovat mahdollisia ja USA:n osalta kovat taloudelliset tavoitteet jopa indikoivat tätä.

Suomessa Vincit keskittyy yhä suurempiin valittuihin asiakkuuksiin ja julkishallinnon digitalisointihankkeisiin. Vincitin ydinasiakassegmentti on ollut yksityinen sektori, mutta viimeisen parin vuoden aikana yhtiö on

rakentanut julkisen sektorin kyvykkyyttä. Tämä on siinä mielessä loogista, sillä julkisesta sektorista on tullut isojen ja pitkien sopimusten myötä hyvin houkutteleva asiakassegmentti. Lisäksi yksityisen sektorin suurempi asiakaskoko tuo onnistuessaan liiketoimintaan huomattavasti parempaa ennustettavuutta ja tasoittaa myös Vincitin liiketoiminnan viime vuosina nähtyä voimakasta heiluntaa.

Maantieteellisesti strategiassa Keski-Euroopan rooli jää pienemmälle painolle. Nykyistä Puolan yksikköä halutaan edelleen kehittää near-shore -kyvykkyytenä ja yhtiö näkee myös laajenemisen muihin near-shore ominaisuudet omaaviin Keski-Euroopan maihin mahdollisena. Portugalin toiminnot ovat vielä kokeiluvaiheessa ja tarkoituksena olisi asiakastyön tekeminen USA:an. Näkemyksemme mukaan Portugalin toimintojen kokeiluhenkisyys kuvaa hallittua ja matalariskistä maantieteellistä laajenemista. Yhtiö aloitti myös USA:n toiminnot aikoinaan vastaavalla strategialla.

## Yritysjärjestelyillä pyritään vahvistamaan kyvykkyyksiä

Vincit on historiassaan tehnyt useita pieniä ja muutaman suuren yritysoston, joista viimeisin Bilot-fuusio. Suurin ja ensimmäinen yritysosto ei ollut onnistunut ja yhtiö päätyi lopulta myymään lähes koko ostetun kyseisen liiketoiminnan. Pienet yritysostot ovat ymmärryksen mukaan olleet kohtuullisen onnistuneita. Nykyiseen strategiaan epäorgaaniset liikkeet kuuluvat vahvasti. Yhtiö tähyilee yritysostoja nyt ensisijaisesti Suomen ulkopuolelta.

## Taloudelliset tavoitteet strategiakaudella 2023-2025

- Vincit tavoittelee strategiakauden 2023–2025 aikana 20 %:n vuotuista liikevaihdon kasvua. Kasvutavoitteet on tarkoitettu saavuttamaan orgaanisen ja Suomen ulkopuolelle painottuvan epäorgaanisen kasvun yhdistelmällä.
- EBITA tavoitetaso on yli 10 % liikevaihdosta koko strategiakauden ajan.
- Yhtiö jatkaa kansainvälistymistään ja tavoitteena on, että liikevaihto Yhdysvalloissa on noin 30 % konsernin liikevaihdosta strategiakauden lopussa.
- Yhtiö pyrkii pitämään omavaraisuusasteensa yli 60 %:ssa.

## Osinkopolitiikka

- Tavoitteena jakaa osinkoa vähintään 30 % tilikauden tuloksesta.

# Strategia

## Vincitin strategian kulmakivet

Vincit haluaa olla asiakkaiden kumppani kaupallisten kyvykkyyksien transformaatioissa ja digitaalisen kehityksen kiihdyttäjänä

Pohjoismaissa Vincit vahvistaa uutta liiketoimintalähtöistä asemaa, jossa Vincitin kilpailuetu on kokoluokassaan ainutlaatuinen yhdistelmä muotoiluajattelua, modernia ketterää kehittämistä, räätälöityä sovelluskehitystä ja Enterprise-tason järjestelmäosaamista erityisesti SAP-ekosysteemin teknologioissa.

Vincit panostaa kasvuun Yhdysvalloissa, jossa digitaalisen kehityksen markkinat ovat moninkertaiset koko Eurooppaan verrattuna ja taantumariski vähäisempi.

Vincit jatkaa globaalin toimituskyvyn kehittämistä ja tarjoaa siten asiakkaille parhaat asiantuntijat kilpailukykyisesti

Vincit on jatkossakin parhaiden asiantuntijoiden sekä asiakkaiden suosima ja suosittelema huippuasiantuntijayhtiö, jonka tavoitteena on alan paras asiakaskokemus ja erinomainen työnantajamaaine

## Inderesin kommentit Vincitin strategian kulmakivistä

- Asiakkaiden opettaminen Vincitin uuteen laajempaan palvelutarjoamaan vienee aikaa, mutta nykyinen kokonaisuus on nähdäksemme kilpailukykyinen
- Ristiinmyyntipotentialia strategian onnistuessa
- Syvempiä ja kestävämpiä asiakassuhteita strategian onnistuessa

- Vincitillä on vahva kilpailuasema Suomessa, mutta muissa Pohjoismaissa yhtiöllä on vielä todistettavaa. Suhtaudumme pienellä varauksella usean uudehkon markkinan fokuksen ylläpitämiseen ja siten haltuunoton onnistumiseen.
- Onnistunut yritysosto Ruotsiin ja Norjaan toisi suuremmat muskelit ja parantaisi strategian onnistumisedellytyksiä, mutta oston riskitaso on myös korkeampi
- Suurempi asiakaskoko ja julkinen sektori toisi vakautta liiketoimintaan

- USA:n liiketoiminnan kehitys on ollut vakuuttavaa viimeaikaisia haasteita lukuun ottamatta.
- Kasvuedellytykset ovat kunnossa, mutta liiketoiminta vaikuttaa olevan varsin henkilösidoista nykyiseen johtoon
- Asiantuntijoiden hyödyntäminen Euroopasta USA:an vaatii lisää näyttöjä, mutta mahdollistaisi korkeamman kannattavuuden

- Globaalin kilpailukyvyn rakentaminen on vielä vaiheessa, mutta se ratkaisisi osaajapulaa pitkällä aikavälillä ja mahdollistaisi tehokkaan hinnoittelun
- Globaalin tehokkaan toimitusorganisaation luominen vaatii nähdäksemme lisätehoja Vincitin organisaatiolta, mutta on tehtävissä strategiakauden aikana.
- Yhtiö on tässä monia verrokkeja pidemmällä

- Yhtiöllä on fuusion jälkeen todistettavaa, että sen työnantajamaaine on yhä sektorin kärkikastia
- Pitkällä aikavälillä asiakas- ja työntekijätyytyväisyys ovat keskeisimpiä tekijöitä organisen kasvun taustalla
- Yhtiöllä on edelleen myös kehitettävää alihankkijaverkostossa

# Strategia ja taloudelliset tavoitteet 2/3

Yhtiöllä on tällä hetkellä kolme prioriteettia yritysostoissa. 1) USA:ssa yhtiö hakee Vincit USA:n toimintoja vastaavia kohteita, jotka kiihdyttäisivät sen kasvua ja laajentaisivat asiakasportfoliota. Arviomme mukaan näitä kohteita on markkinalla, mutta haaste on erityisesti löytää kulttuurissa ja arvostustasoissa yhteisymmärrys. 2) Liiketoimintatransformaatiokohteet Pohjoismaissa, jotka etabloisivat yhtiön vahvemmin Ruotsiin ja/tai Norjaan. SAP-ekosysteemin kohteiden arvostustasot ovat arviomme mukaan yleisesti sektoria maltillisemmat ja kilpailua kohteista jossain määrin vähemmän. 3) Niche-tyylinen erikoisosaaminen, jota ei Vincitistä vielä tällä hetkellä löydy tai jonka kerryttäminen olisi työlästä. Sektorilla on viime vuosina vahvistettu dataosaamista, hankittu automaatio-osaamista ja halutaan tietoturva-osaamista. Näkemyksemme mukaan kyseiset osaamiset voisivat vahvistaa myös Vincitin tarjoomaa.

Yritystokriteereistä tärkeimpänä yhtiö näkee strategisen yhteensopivuuden. Lisäksi kulttuuri ja ostettavan yhtiön kannattavuus ovat tärkeitä ominaisuuksia. Vincitin tase on vahva (2023e nettokassa: 12 MEUR) ja vahvistuu jatkuvasti vahvan kassavirran ansiosta. Yhtiöllä olisikin edellytykset jo kohtuullisella velkavivun käytöllä sen nykyiseen markkina-arvoon nähden merkittäviin yritysjärjestelyihin. Bilot-fuusio on teknisesti ohi, joka sinänsä mahdollistaa uudet suuremmat ostot, mutta liikevaihtosynergioiden potentiaali vaati vielä syvempää liiketoimintojen integraatiota ja siksi pidämme lyhyellä aikavälillä pienempiä yritysostoja luonnollisempina.

## Tuotestrategia jäi sivurooliin

Vincit on historiassa panostanut voimakkaasti

Vincit EAM- ja Vincit LaaS-tuotteisiin, mikä on painanut yhtiön kannattavuutta. Nyt yhtiö on enää vähemmistöomistajana Vincit LaaS-tuotteessa. Yhtiön tuotestrategia ei toistaiseksi ole vielä onnistunut, vaikka Vincit EAM-tuotteessa on selkeää potentiaalia. EAM-tuote on yhtiötetty ja se olisi haluttaessa nyt täysin irrotettavissa.

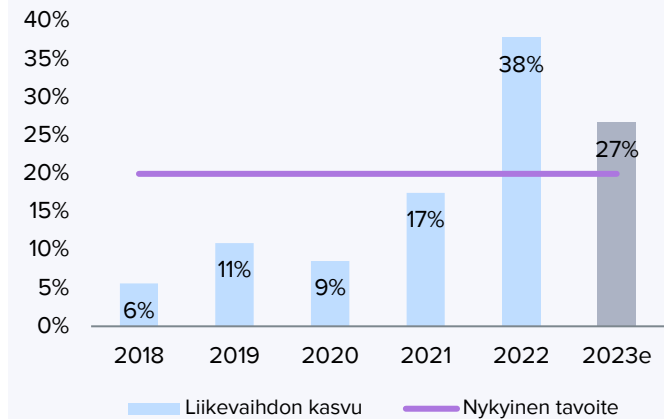
Tuotestrategia jäi täysin sivurooliin viimeisimmässä strategiapäivityksessä ja Vincitin strategia on nyt olla selkeästi palveluyhtiö. Vincit nähdäksemme arvioi järkevää tuotekehityspanostusten kokonaismäärää sekä on valmis tarvittaessa tekemään uusia omistusratkaisuja mikäli se olisi järkevintä kaikkien osapuolten kannalta. Tällä hetkellä yhtiö kuitenkin näkee yhä itsensä parhaimpana kotina EAM-tuotteelle. Vincit EAM alkaa hiljalleen lähestymään neutraalia kassavirtaprofiilia, eikä se näkemyksemme mukaan ole riippakivi konsernille. Näemme tuotteessa selkeää arvoa joko osana Vincittiä tai yhtiöstä erillisenä, vaikka se on vielä kysymysmerkki saadaanko aikaisemmille tuotekehitysinvestoinneille tuottoa.

## Taloudelliset tavoitteet - Kasvussa kunnianhimoa erityisesti USA:ssa, kun kannattavuudessa haetaan tasaista hyvää suoritusta

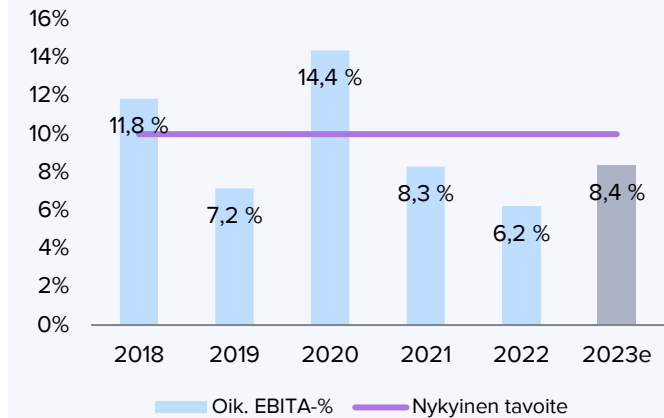
Vincit tavoittelee 20 %:n vuosittaista liikevaihdon kasvua vuosina 2023-2025. Yhtiö ei ole eriteltyt erikseen orgaanisen ja epäorgaanisen kasvun osuutta, mutta arviomme yhtiön tavoittelevan noin 10 %:n orgaanista kasvua vuoden 2023 jälkeen. Epäorgaaninen kasvu painottuu Suomen ulkopuolelle. Vuonna 2023 tavoite tullaan saavuttamaan varsin helposti, sillä Bilot-fuusio tukee kasvua vielä noin 19 %-yksiköllä.

## Taloudelliset tavoitteet

### Liikevaihdon kasvu ja tavoite



### EBITA-% ja tavoite





# Strategia ja taloudelliset tavoitteet 3/3

Kokonaisuutena kasvutavoite on nähdäksemme kunnianhimoinen, mutta kuitenkin realistinen, vaikka ennusteemme onkin hieman tavoitteen alapuolella, jos ajatellaan, että tavoitteesta noin puolet tulisi organisesti (Inderes orgaaninen kasvuennuste 8 %). Vincerit Europan osalta tavoite vastaa noin 11 %:n vuosittaista kasvuvauhtia.

USA:n osalta kasvutavoite on erittäin kunnianhimoinen, sillä tavoitteiden mukaisesti Vincerit tavoittelee noin 30 %:n osuutta liikevaihdosta tai noin 44 MEUR:n kokoluokkaa. Tämä vastaisi yli 50 %:n vuosittaista liikevaihdon kasvua. Tavoite vaatii yritysoitoja ja yhtiö on selkeästi kommunikoinut pyrkivänsä löytämään itsensä tyyppisiä yhtiöitä USA:sta. Arvioimme Vinceritin myös pyrkivän avaamaan USA:n itärannikolle toimiston, jossa sillä on jo asiakkaita. Se olisi kolme tuntia Kaliforniaa lähempänä Eurooppaa ja kaksi Arizonaa, mikä mahdollistaisi entistä paremmin eurooppalaisen etätyövoiman käytön projekteissa. USA:ssa Vincerit erottautuu Pohjoismaisella kulttuurillaan ja työnantajakokemuksella, jossa korostuu luottamus. Ennustamme Vincerit USA:n kasvavan vain 1 %:n myyntiorganisaation mylläyksen jälkeen vuonna 2023 ja vuosina 2024-25 kasvun kiihtyvän 13-11 %:iin.

Kannattavuuden osalta Vinceritin EBITA-% tavoite on yli 10 % koko strategiakauden ajan, mikä on jonkin verran sektorin keskimääräistä tasoa korkeampi (sektori 2022 mediaani: 8 %). Arvioimme EBITA-%:n nousevan 8,4 %:iin vuonna 2023, 9,1 %:iin vuonna 2024 ja 10,4 %:iin vuonna 2025. Vinceritillä

ei pitäisi olla sen historiaan peilattuna ongelmia saavuttaa yli 10 %:n tasoa, mutta lyhyitä korkean kannattavuuden jaksoja arvokkaampaa olisi mikäli yhtiö onnistuu vakiinnuttamaan kannattavuutensa tasaisesti hyvälle tasolle. Näemmekin potentiaalia myös vähimmäistavoitetta korkeampaan kannattavuuteen, erityisesti mikäli asiantuntijoiden ristiinmyynti Euroopasta USA:han onnistutaan skaalaamaan ylös ja tuoteliiketoiminnan kannattavuus lähtee skaalautumaan kasvun mukana. Odotamme yhtiöltä kuitenkin lisää näyttöjä Vincerit Europan kannattavuuden kestämisestä nykyisessä vaikeammassa taloussympäristössä ennen korkeampia kannattavuusennusteita.

Osinkopolitiikkana yhtiöllä on jakaa 30 % tilikauden tuloksesta osinkoina. Arvioimme yhtiön panostavan yritysoitoihin ja olevan osinkohaarukan alalaidalla lähivuosina.

## Strategian yhteenveto

### Asiakasmarkkinat

USA ja Pohjoismaat

### Toimituskapasiteetti

Globaali toimituskapasiteetti

Merkittävästi kapasiteettia tällä hetkellä:  
Suomi, USA, Puola

Selkeät laajennusmahdollisuudet:  
Ruotsi ja Portugali

### Liiketoiminta-alueet

Digitaalisen  
kehityksen  
kiihdyttäminen  
(Suomi ja USA)



Liiketoiminta-  
transformaatio  
(Pohjoismaat)

### Osaamiskärjet

Design &  
Liiketoiminta-  
ajattelu

Ketterä räätälöity  
ohjelmisto-  
kehitys

Enterprise-tason  
järjestelmä-  
osaaminen  
(erityisesti SAP +  
Microsoft Azure)

### Yritysoitoprioriteetit

USA:ssa Vinceritin  
kaltaiset  
asiakasportfoliota  
laajentavat  
kohteet

Liiketoiminta-  
transformaatio-  
kohteet  
Ruotsissa ja  
Norjassa

Niche-  
erikoisosaaminen,  
jota ei Vinceritistä  
vielä löydy

# Vincitin kehitysvaiheet



# Historiallinen kehitys 1/2

## Historiassa sektorin kirkkainta kärkeä

Vincitin historiallinen orgaaninen kasvu on ollut todella vahvaa. Yhtiön liikevaihto on kasvanut 26 % vuodessa vuosina 2015-2022, josta orgaaninen kasvu on ollut arviomme mukaan noin 19 %-yksikköä (liikevaihdon kantaluku 16,8 MEUR). Vuosina 2011-2015 kasvu oli tätäkin vahvempaa. Kasvu, joka oli täysin orgaanista, oli keskimäärin 38 % vuodessa. Kantaluku tosin oli varsin pieni 3,3 MEUR.

Voimakkaasta liikevaihdon kasvusta huolimatta Vincitin kannattavuus on historiassa aivan sektorin kärkeä ja liikevoittomarginaali on ollut keskimäärin 17 % vuosina 2011-2021. Tätä osaltaan on tukenut yhtiön poikkeuksellisen korkeat kannattavuusluvut vuosina 2011-2015 (oik. EBIT keskimäärin 25 %). Tämä on IT-palvelusektorin yhtiölle poikkeuksellista, sillä nopea rekrytointivauhti tyypillisesti rasittaa konsulttiliiketoiminnassa kannattavuutta. Yhtiö on siis historiassa pystynyt pitämään korkeasta kasvusta huolimatta yllä todella vahvoja käyttöasteita ja onnistunut ajamaan uudet osaajat sisään projekteihin ja asiakkuuksiin nopeasti. Vuosina 2015-2022 kannattavuus oli keskimäärin 12 %, ja viime vuosina se on heilahdellut poikkeuksellisen voimakkaasti.

Vincit poistaa FAS-kirjanpidon mukaan liikearvoa taseesta mikä heikentää yhtiön kirjanpidollista tulosta. Liikearvoa poistetaan 10 vuodessa tai noin 3,2 MEUR vuosittain. Oikaisemme liikearvon poistot oikaistun liikevoiton (EBITA) laskennassa, koska niillä ei ole kassavirtavaikutusta ja oikaisu tekee luvuista vertailukelpoisemmat IFRS-kirjanpidossa olevien yhtiöiden kanssa. Vastaavasti nettotulosta rasittavat jonkin verran

vähemmistöosuudet, jotka ovat kolmen viime vuoden aikana olleet noin 3-8 % oikaistusta liikevoitosta.

Voitonjaon osalta yhtiön tavoitteena on jakaa yli 30 % tuloksestaan osinkoina. Yhtiö jakoi vuosilta 2018-2021 keskimäärin 65 % tuloksesta osinkoina.

## Vuosi 2022 oli fuusion ja markkinahaasteiden värittävä vuosi

Vincitin liikevaihto kasvoi 38 % vertailukaudesta 85 MEUR:oon vuonna 2022, kasvusta arviomme mukaan noin 20 %-yksikköä oli epäorgaanista. Liikevaihdon kasvua veti Vincit Europe ja Vincit USA:n palveluliiketoiminnat, jotka kasvoivat 40 % ja 44 % vuonna 2022. Q4:llä kasvu hidastui selvästi Euroopassa markkinaepävarmuuden ajamana ja USA:ssa heikon myynnin myötä. USA:n heikon suorituksen myötä myyntiä uudelleen järjesteltiin. Vincitin henkilöstömäärä kasvoi 39 % vuonna 2022.

Liikevoittomarginaali oikaistuna liikearvopoistoista ja fuusion kertaluonteisista kuluista (2,1 MEUR) laski 6,2 %:iin ja oli 5,2 MEUR (2021: 8,3 %). Kannattavuutta yhtiölle matalalle tasolle puski heikomman kannattavuuden omaavan Bilotin mukaantulo, matalat laskutusasteet, USA:n käyttöastehaasteet loppuvuonna, korona-ajan säästöjen loppuminen sekä yleinen Bilot-fuusion viemä huomio itse liiketoiminnasta. Kannattavuutta jarrutti myös yhä tuoteliiketoiminta (EBIT-% oik. 0 %). Kokonaisuutena kannattavuus jäi alle sektorin keskimääräisen ja selkeästi alle yhtiön potentiaalihin.

Vincit jakoi 15 sentin osakekohtaisen osingon tilikaudelta 2022, joka vastasi 47 % oikaistusta tuloksesta (raportoitu nettotulos negatiivinen).

## Liikevaihdon ja kannattavuuden kehitys



## EPS / Osinko



# Historiallinen kehitys 2/2

## Kustannusrakenteessa korostuvat henkilöstökulut, liiketoiminnan muiden kulujen osuus myös merkittävä

Vincitin ylivoimaisesti suurin kuluerä on henkilöstökulut, jotka olivat 65 % liikevaihdosta viime vuonna. Henkilöstökuluissa on nähdäksemme jonkin verran skaalautumisvaraa, koska yhtiö on fuusion jälkeen tehostanut selkeästi hallintoaan ja lisäksi erityisesti ohjelmistokehityksen laskutusasteissa on tällä hetkellä yhä nousuvaraa.

Vincit on myös nostanut alihankinnan osuutta kokonaiskapasiteetista vuodesta 2020 lähtien (Q1'23: 10 % kokonaiskapasiteetista vs. Q1'22: 7 %). Alihankinnan käyttö onkin myös materiaalien ja palvelujen tärkein kustannusajuri. Materiaalit ja palvelut olivat vuonna H2'22:lla 14 % liikevaihdosta. Alihankinnan osuus on noussut selkeästi viime vuosina, jossa osaltaan vaikuttaa Bilotin suhteellisesti suurempi alihankinnan käyttö ja arvioimme trendin jatkuvan vielä noususuunnassa.

Vincitillä on perinteisesti ollut melko korkeat liiketoiminnan muut kulut suhteessa liikevaihtoon sektorin kontekstissa. Osaltaan tähän on nähdäksemme vaikuttanut verrokkeja pienempi alihankinnan käyttö, vahva panostaminen henkilöstön viihtyvyyteen sekä IFRS-kirjanpidossa oleviin verrokkeihin nähden vuokratulujen näkyminen liiketoiminnan muissa kuluissa. Vuonna 2022 liiketoiminnan muut kulut olivat 19 % liikevaihdosta. Viime vuonna kuluja kasvattivat merkittävästi Bilot-fuusioon liittyvät kertaluonteiset kulut. Liiketoiminnan muissa kuluissa onkin nähdäksemme suhteessa viime vuoteen selkeää skaalautumisvaraa. Yhtiö on fuusion yhteydessä yhdistellyt mm. toimistojaan (3 toimistoa suljettu) ja

tehostanut IT-kulujaan. Yhtiö sai vuoden 2022 loppuun mennessä toteutettua säästötoimenpiteitä vuositasolla 3 MEUR:n edestä. Lisäksi yhtiö kertoi löytäneensä vielä uusia säästökohteita.

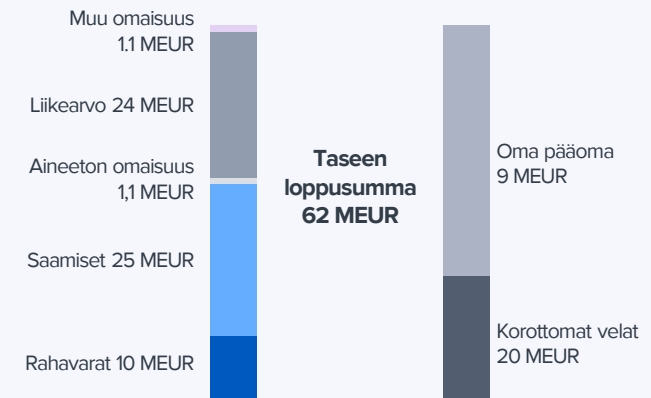
## Taseasema on edelleen vahva

Vincit on ollut taseeltaan historiallisesti todella vahva. Yhtiö on yrityskaupoissa käyttänyt perinteisesti oman osakkeen ja käteisen yhdistelmää. Yhtiön omavaraisuusaste oli 2022 lopussa lähes vertailukauden tasolla 67 %:ssa ja nettovelkaantumisaste -24 % (2021: 70 % ja -32 %). Yhtiön tase on terveellä pohjalla johtuen terveestä liiketoiminnasta ja vakaasta rahavirrasta. Toisaalta taseen käyttö olisi voinut olla historiallisesti huomattavasti tehokkaampaakin, sillä yhtiön liiketoiminnan vaatimat investoinnit ovat hyvin pienet ja kassavirtaprofiili vahva vuodesta toiseen.

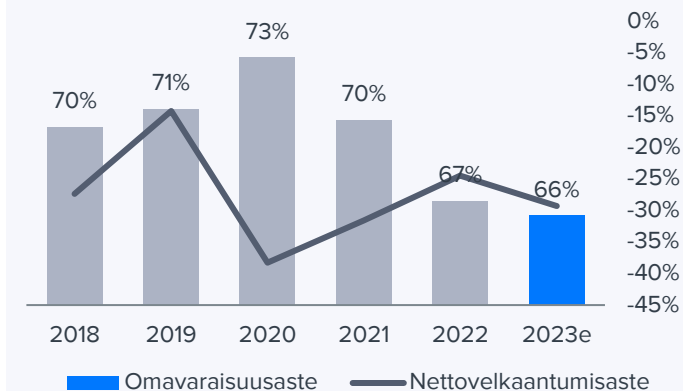
Vincitin taseen suurimpia omaisuuseriä ovat aineettomat hyödykkeet (25 MEUR) ja lyhytaikaiset saamiset (34 MEUR), jotka vastasivat 41 % ja 55 % taseesta 2022 lopussa. Aineettomat hyödykkeet koostuvat pääosin liikearvosta (24 MEUR), jota yhtiö poistaa taseestaan. Liikearvoa on syntynyt taseeseen useiden yritysostojen myötä. Tase onkin palveluyhtiölle tyypillisesti erittäin kevyt.

Vincitin vapaan operatiivisen kassavirran ja oikaistun liikevoiton suhdeluku on ollut keskimäärin 93 % vuosina 2017-2022, mikä on voimakkaaseen kasvuun nähden erittäin hyvä lukema. Lukua myös painaa alaspäin vuoden 2022 heikko taso (26 %). Taustalla ovat erityisesti Bilot-fuusioon liittyvät kertaluonteiset kassavirtavaikutteiset kustannukset sekä vuoden 2022 tulokseen nähden korkeat maksetut verot.

## Taserakenne, 31.12.2022



## Taseen avainlukujen kehitys



# Ennusteet 1/3

## Vuonna 2023 ulosmitataan kulusynergioita ja luodaan pohjaa uudelle tarjoomalle

Vincit ohjeistaa liikevaihdon olevan yli 105 MEUR ja EBITA-%:n olevan 7-11 % vuonna 2023. Kasvuohjeistus vastaa noin 5 %:n orgaanista kasvua. Yhtiö on kommunikoinut tänä vuonna keskittyvänsä tiukasti myös kannattavuuteen ja siirtävänsä fokusta aiempaa vahvemmin suurempiin asiakkaisiin. Vincit on myös toteuttanut laajalti hinnankorotuksia. Tosin kilpailutilanne on kiristynyt perusohjelmistokehityksessä, jonka myötä hintatasoissa voi olla myös painetta lyhyellä tähtäimellä. H2:lla kasvu vaatii myyntionnistumisia nykyisessä tiukemmassa kilpailussa asiakkaista. Yhtiö on kommunikoinut SAP-liitännäisen liiketoiminnan näkymien olevan hyvät, mutta erityisesti räätälöidyn ohjelmistokehitystyön kysyntään kohdistuvan huomattavan paljon kysymysmerkkejä loppuvuoteen katsottaessa johtuen niin asiakaskysynnän muutoksesta kuin kilpailukentän kovenemisesta. Nämä kommentit liittyvät pääasiassa Vincit Europen palveluliiketoimintaan.

Ennustamme liikevaihdon kasvavan 27 % 107 MEUR:oon. Orgaanisen kasvun arvioimme olevan noin 7 %. Kasvua vetää Bilot-fuusion tuella Vincit Europe 28 %:n kasvulla (orgaaninen arvio 6 %). Vincit USA:n arvioimme pitävän väli vuoden kasvun osalta (+1 %), kun myyntiputkea rakennetaan uudestaan vuoden aikana. Arvioimme Tuoteliiketoiminnan pääsevän myös hyvään 15 %:n kasvuvauhtiin nykyisiin asiakkaisiin painottuvan jatkuvan liikevaihdon kasvun tuella (Q1'23: MRR +29 %), vaikka uusmyyntiympäristö säilyykin arvioimme mukaan tänä vuonna vaikeana.

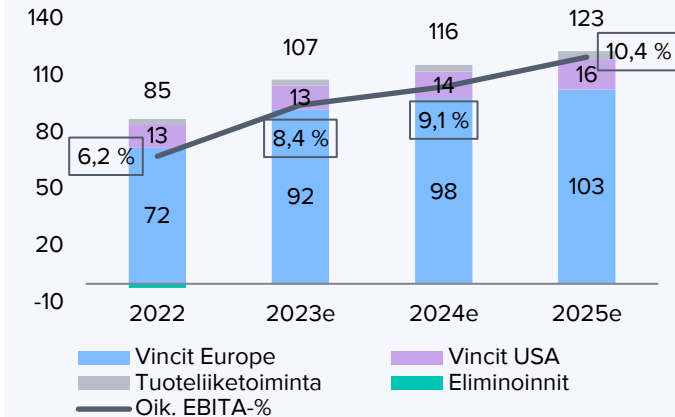
Liikearvopoistoista ja fuusioon liittyvistä kertaluonteisista kuluista oikaistun liikevoiton

arvioimme nousevan 9,0 MEUR:oon tai 8,4 %:iin liikevaihdosta (2022: 6,2 %; 2022 Proforma: 5,2 %). Ennusteemme on hieman ohjeistuksen keskikohdan alapuolella. Kannattavuusparannusta tukee erityisesti Bilot-fuusiosta jo realisoituneet 3,0 MEUR:n kustannussynergiat, uudet kulusäästöt, toukokuussa ilmoitetut pienet [yt:t](#) sekä kohenevat laskutusasteet Vincit Euroopassa. Bilotin kannattavuus osana Vincitiä on myös jo nyt parantunut selkeästi suhteessa sen edeltäviin vuosiin, mikä tukee kannattavuusparannusta. Kannattavuusparannusta rasittaa sen sijaan huhtikuussa voimaan astuvat noin 5 %:n palkankorotukset sekä Vincit USA:n heikot laskutusasteet.

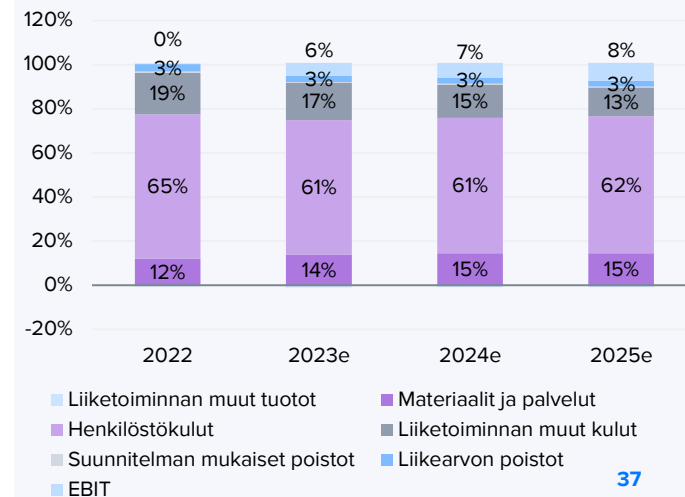
Liiketoiminta-alueista ylivoimaisesti suurimman Vincit Europen oikaistun EBITA-%:n arvioimme nousevan 9,0 %:iin (6,7 %). Q1:llä Europe pääsi jo hyvälle 9,9 %:n tasolle, mutta loppuvuoden kannattavuutta rajoittaa palkkainflaatio ja kilpailutilanteen kiristyminen. Vincit USA:n laskutusastehaasteiden arvioimme vaivaavan yhä vuoden mittaan, joiden takia arvioimme kannattavuustason lähtevän nousuun vasta loppuvuotta kohden. Vincit USA:n oikaistun EBITA:n arvioimme jäävän matalalle 4,8 %:n tasolle (2022: 6,7 %). Tuoteliiketoiminnan ennustamme pääsevän 4 %:n kannattavuustasolle (2022: 0 %). Arvioimme mukaan yhtiö kuitenkin myös aktivoi tänä vuonna tuotekehitysmenoja selkeästi poistoja enemmän arvioimme mukaan (~600 vs. ~130 TEUR). Näin ennustamme tuoteliiketoiminnan kassavirtavaikutuksen olevan yhä noin -10 % suhteessa liikevaihtoon.

Arvioimme yhtiön osingon nousevan 2 senttiä edellisvuoden tasosta 17 senttiin, mikä vastaa noin 40 % oikaistusta tuloksesta.

## Liikevaihdon kehitys liiketoiminta-alueittain ja Oikaistu konsernin EBITA-%, MEUR



## Kustannusrakenne, % liikevaihdosta



# Ennusteet 2/3

## Potentiaalilla edellytykset kuoriutua vahvemmin vuosina 2024-2026

Ennustamme Vincitin liikevaihdon kasvavan historiaan nähden konservatiivisesti 8-6 % vuosina 2024-2026. Yhtiö tavoittelee yritysostot huomioiden 20 %:n vuosittaista kasvuvauhtia. Yhtiöllä on hyvät edellytyksen päästä ennusteitamme nopeampaan kasvuun, mikäli markkina jälleen kääntyy vahvemmalle kasvururalle ja erityisesti mikäli se onnistuu ulosmittaamaan Bilot-fuusion liikevaihtosynergioita (uuden laajemman tarjoaman läpilyönti).

Vincit Europen arvioimme kasvavan 6-5 % vuosittain. Euroopassa keskeisessä roolissa on Bilot-fuusion liikevaihtosynergioiden mittaaminen. Ennusteidemme mukainen kasvu ei tosin vaadi liikevaihtosynergioita. Arvioimme markkinan palaavan Euroopassa taas takaisin osaajapulan aikaan, joka suosii Vincitin kaltaista vahvan rekrytointikyvykkyyden omaavaa toimijaa. Vincit USA:n ennustamme kasvavan 13-11 % vuosittain, yleistä markkinaa nopeammin, mutta yhtiön tavoitteita selvästi hitaammin. Tuoteliiketoiminnan arvioimme pääsevän jälleen vahvalle noin 16 %:n kasvu-uralle yleisen taloustilanteen jälleen vahvistuessa. Yritysostot ovat strategian mukaisesti hyvin todennäköisiä pidemmällä aikavälillä, mutta ennusteemme eivät luonnollisesti huomioi yritysostoja.

Arvioimme oikaistun liikevoitto-%:n vahvistuvan 9,1-11,0 %:iin vuosina 2024-2026. Yhtiö itse tavoittelee strategiakaudella jatkuvasti yli 10 %:n kannattavuustasoa. Skaalautumisvaran arvioimme löytyvän liiketoiminnan muista kuluista, joissa skaalaedut alkavat tulla läpi fuusion jälkeen ja lisäksi arvioimme laskutusasteista löytyvän yhä vipuvartta. Erityisesti Vincit USA:ssa on selkeää

se onkin yksi kannattavuuden selkeä ajuri. Selkeä ajuri vahvemmalle kannattavuudelle hieman pidemmällä aikavälillä on asiantuntijoiden ristiin myynti muista maista USA:han. Lisäksi arvioimme tuoteliiketoiminnan kannattavuuden nousevan muun konsernin tasolle. Tarkemmat ennusteet on kuvattu seuraavalla sivulla. Yhtiön historialliset erittäin korkeat kannattavuustasot ovat vaikeita saavuttaa nykyisellä kokoonpanolla, mutta samaan aikaan Vincitillä on edellytykset yllättää positiivisesti ennusteisiimme nähden.

### Pitkän aikavälin ennusteet

Pitkällä aikavälillä odotamme Vincitin kasvun asteittain hidastuvan 4 %:iin vuonna 2031 ja terminaaliotuksen olevan 2,0 %. Odotamme myös EBITA-%:n laskevan kohti sektorin keskimääräistä tasoa ja olevan 8,5 % vuodesta 2031 eteenpäin.

### Taseessa on yhä tulivoimaa

Ennustamme Vincitin omavaraisuusasteen olevan 66 %, nettovelkaantumisasteen -29 % ja nettokassan 12 MEUR vuoden 2023e lopulla. Oman osakkeen käyttö (kun oma arvostustaso korkeampi), kassa sekä velkavipu tarjoavat edelleen hyviä mahdollisuuksia jatkaa epäorgaanista kasvua. Myös Tuoteliiketoiminta lähestyy neutraalin kassavirran tekovaihetta, joten sekään ei enää vaadi juuri pääomia. Kassavirta on sektorilla ja Vincitillä yleisesti todella vahvaa ja vahvistaa jatkuvasti tasetta.

Yhtiön vahva kassapositio ja maltillinen arvostustaso huomioiden kassan ja mahdollisen velkarahan käyttö on näkemyksemme mukaan yritysostoissa etusijalla. Osakkeen käyttö on näkemyksemme mukaan perusteltua avainhenkilöiden sitouttamisen näkökulmasta



## Vincitin kasvuajurit

### Pitkä aikaväli

- Digitalisaatio kiihdyttää ja kasvattaa markkinaa
- Laaja onnistuminen murtautumisessa strategiseksi IT-kumppaniksi ja julkiselle sektorille
- Kansainvälistymisen jatkuminen – Erityisesti USA
- Fuusion myötä parantunut kilpailukyky ja ristiinmyynti
- Yritysostot
- Alihankinnan ja verkoston kasvattaminen
- Asiakashintojen nousu

### Lyhyt aikaväli

- Rekrytointi – työntekijäimago, matala vaihtuvuus
- Tehokkuuden parantaminen prosessitehokkuuden myötä
- Laajentumisen jatkuminen julkiselle sektorille
- Yritysostot

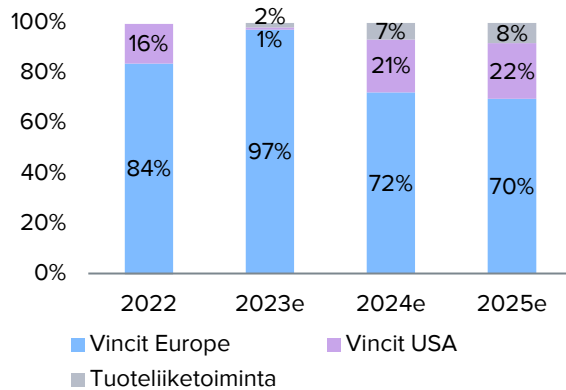


## Vincitin kannattavuusajurit

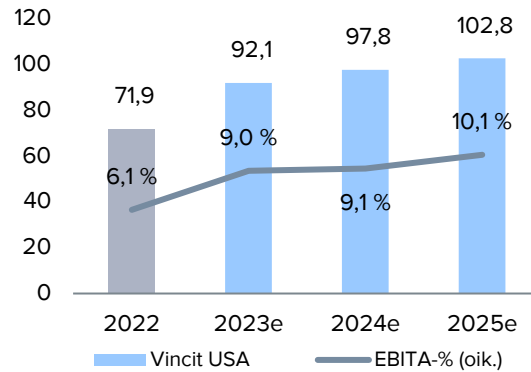
- Bilot-fuusion kustannussynergioiden ulosmittaaminen
- Tehokkuuden parantaminen – laskutusasteiden nousu
- Palkkainflaation, vaihtuvuuden ja asiakashintojen kehityksen hallitseminen
- Vincit USA:n palaaminen kannattavaan kasvuun
- Ristiin myynti eri maiden välillä – erityisesti USA:han
- Tuoteliiketoiminnan kannattavuuden vahvistuminen

# Ennusteet 3/3

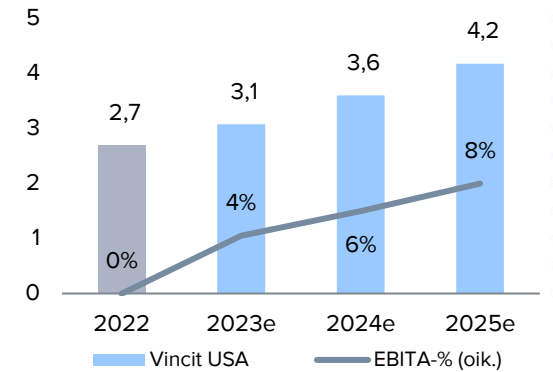
**Osuus liikevaihdon lisäyksestä liiketoiminta-alueittain**



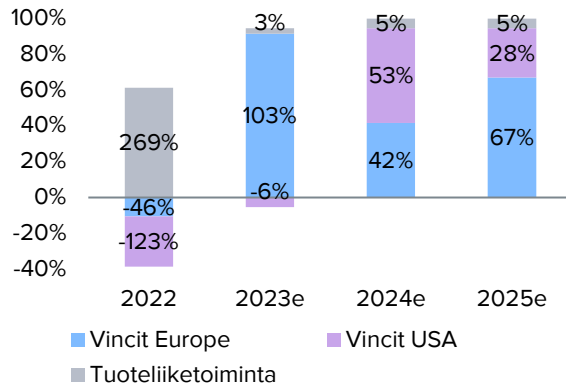
**Vincit Europe liikevaihto ja oik. liikevoitto, MEUR ja % liikevaihdosta**



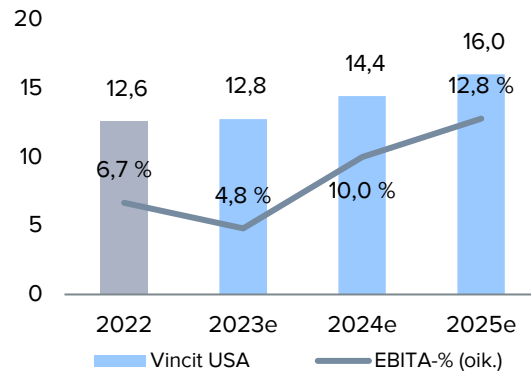
**Tuoteliiketoiminta liikevaihto ja oik. liikevoitto, MEUR ja % liikevaihdosta**



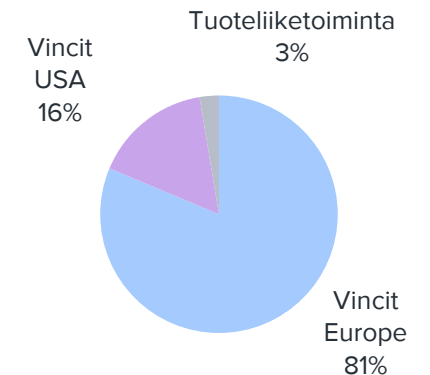
**Osuus EBITA:n lisäyksestä liiketoiminta-alueittain**



**Vincit USA liikevaihto ja oik. liikevoitto, MEUR ja % liikevaihdosta**



**Osuus konsernin EBITA:sta, 2025e**



# Sijoitusprofiili 1/2

## Fuusion jälkeen valmis jälleen kiihdyttämään kasvua

Profiililtaan Vincit on pääosin IT-palveluyhtiö, jossa mausteena on vielä pieni sivurooliin jäänyt tuoteliiketoiminta. Yhtiöllä on tällä hetkellä tuloskäännä meneillään, josta saatiin hyviä merkkejä Q1:llä. Suomi on Vincitin päämarkkina, mutta yhtiöllä on myös USA:ssa ja Ruotsissa varsin lupaavat liiketoiminnot. Erityisesti Vincit USA:n kokoluokka ja merkitys kokonaisuuden kannalta on jo kohtuullisen merkittävä.

Vincit tavoittelee voimakasta kasvua erityisesti USA:ssa. Lisäksi yhtiö yhtiöllä on edellytykset ristiin myydä osaamista Euroopasta korkeamman hintapisteen USA:an, mikä tukisi kannattavuutta, mutta vaatii edelleen lisänäyttöjä. Kokonaisuutena yhtiöllä tulisi olla uudella kattavalla tarjoomalla edelleen mahdollisuudet sektoria selvästi parempaan orgaaniseen kasvuun, mikä kuitenkin vaatii markkinan paranemista, sillä sektorilla erityisesti Vincit kärsii asiakasepävarmuudesta. Yhtiöllä on nähdäksemme edelleen vahva työnantajaimago, minkä tulisi mahdollistaa orgaanisen kasvun kovasti kilpailulla osaajamarkkinalla. Vaikkakin lyhyellä aikavälillä rekrytoinnin sijasta myyntionnistumiset määrittävät kasvuvauhdin

Asiakaskunta on edelleen vahvasti yksityisen sektorin asiakkaita, vielä suhteellisesti useita pieniä asiakkaita, vaikka yhtiö tavoittelee jatkuvasti keskimääräisen asiakaskoon nousua. Nykyinen asiakaskunta tekee yhtiön haavoittuvaiseksi nykyisessä epävarmemman asiakaskysynnän

ympäristössä. Yhtiön onnistuessa painopisteen muutoksessa suurempiin ja pidempiin julkisen sektorin asiakkuuksiin toisi se jatkuvuutta ja ennustettavuutta liiketoimintaan.

Bilot-fuusio on teknisesti toteutettu ja vaikuttaa toistaiseksi onnistuneelta, sillä mittavat kulusynergijat (3 MEUR) vaikuttavat tulevan läpi, osaajien vaihtuvuus on ollut kohtuullista ja vahvistuneesta kilpailukyvästä sekä ristiinmyynnistä on saatu jo ensimmäisiä tuloksia. Nyt lyhyellä aikavälillä yhtiö hakee vielä lisää kulusynergioita, mutta erityisesti tähtäimessä ovat liikevaihtosynergijat uudella tarjoamalla.

## Kannattavuuden nosto ja tasaisuus selkein arvoajuri

Vincitin pörssitaival on käytännössä ollut koko ajan operatiivisesti vuoristorataa ja suurehkojen muutoksien aikaa. Listautumisen aikaan yhtiön palveluliiketoiminta ylsi jopa 20 %:n käyttökatetasoille ja on hetkittäin käynyt 5 %:n tasolla. Nyt yhtiö on antanut alustavia merkkejä paluusta sektorin tasolle, mutta yhtiöllä tulisi näkemyksemme mukaan olla edellytykset myös selvästi sitä parempaan, vaikkei välttämättä enää aivan sektorin kärkitasoille (EBITA 15 %).

Näkemyksemme mukaan kannattavuuden nosto yhtiön tavoitetasolle (EBITA >10 %) on osakkeen selkein arvoajuri lyhyellä aikavälillä. Vincit on historiassa jo antanut näytöt vahvasta orgaanisesta kasvusta, mutta nyt yhtiön on todistettava korkeamman arvostuksen ansaitsemiseksi, että se kykenee tasaisiin kannattavuussuorituksiin. Yhtiön

sijoittajamielikuva on nähdäksemme myös kärsinyt tästä ja sijoittajien luottamuksen takaisin voittaminen onkin selkeä mahdollisuus. Pitkällä aikavälillä näemme vahvaa kassavirtaa generoivan kannattavan orgaanisen kasvun olevan yhtiön osaketuoton selkein ajuri.

## Markkinoilla vahvat pitkän aikavälin kasvuajurit

Muiden IT-konsulttien tavoin Vincit tarjoaa sijoittajalle mahdollisuuden sijoittaa digitalisaatiotrendiin palveluyhtiön rajatummalla riskitasolla. Markkinan pitkän aikavälin kysyntäfundamentit ovat mielestämme erittäin hyvät ja Vincit todennäköisesti toimii voimakkaasti kasvavalla markkinalla myös seuraavat 10 vuotta. Melko nuorena yhtiönä Vincitillä ei myöskään ole rasitteenaan hiipuvien palvelualueiden tai vanhojen teknologioiden liiketoimintaa. Yhtiö operoi pääpainoisesti markkinan kasvavilla segmenteillä kilpailukykyisellä toimintamallilla.



# Sijoitusprofiili 2/2

## Tuoteliiketoiminta nyt sivuroolissa

Suhtaudumme tuoteliiketoimintaan ja sen vaatimien investointien tuottavuuteen edelleen varsin epäilevästi, mitä yhtiön heikko tuotehistoria tukee. Vincitin tuoteliiketoiminta rakentuu jo kaupallisesti varsin kypsässä vaiheessa olevan Vincit EAM:n ympärille. Vincit EAM:sta on tullut viime vuosina positiivisia merkkejä, mutta odotettua hitaammin ja vähemmän. Arvioimme sen lähivuosina alkavan tukea kannattavuutta, vaikka yhä tällä hetkellä se on melko selkeästi kassavirtanegatiivinen. Ymmärryksemme mukaan yhtiö näkee Vincit EAM:ssa edelleen kehityspotentiaalia eikä kehitysvaihe ole optimaalinen irtautumiselle. Pidemmällä aikavälillä odotamme yhtiön irtautuvan asteittain tai kokonaan myös yhtiöitetystä Vincit EAM tuotteesta. Vincit on nykyisin vähemmistöomistajana sen aiemmin kokonaan omistamassa LaasS Companyssa, jonka merkitys sijoittajan näkökulmasta on mielestämme hyvin pieni.

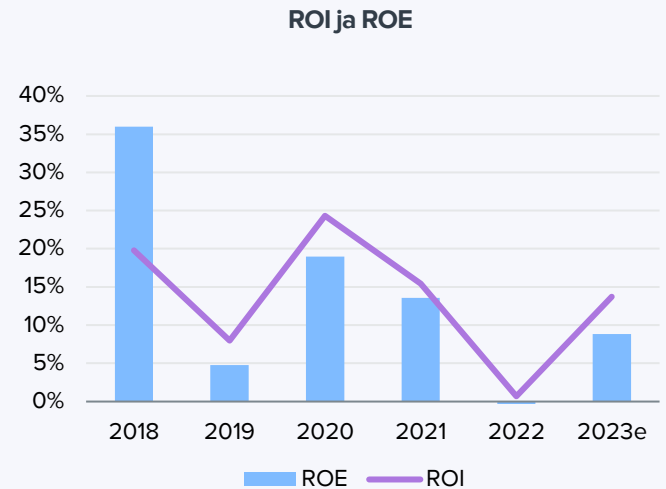
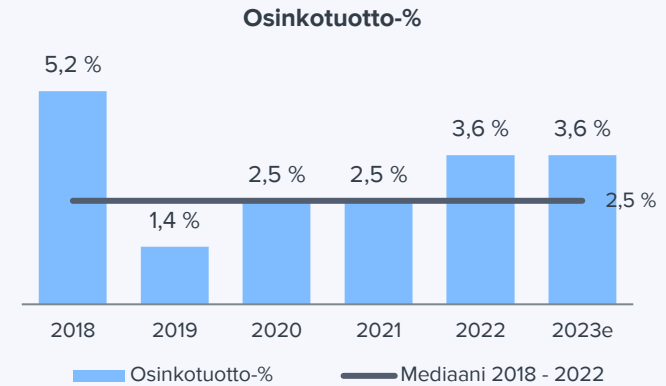
## Valikoiva rooli IT-markkinan konsolidaatiossa

IT-markkinan eri osa-alueilla on tapahtunut laajasti konsolidaatiota ja arvioimme tämän kehityksen jatkuvan niin pienien, keskisuurten kuin myös suurten toimijoiden osalta. Suomen markkina kiinnostaa myös kansainvälisiä teollisia ostajia ja pääomasijoittajia. Pidämme myös Vincitiä mahdollisena konsolidaation kohteena.

## Riskiprofiili

Vincitin riskit liittyvät Bilot-integraatioon

(pienentynyt), USA:n haasteiden selättämiseen, asiakashintakehitystä nopeampaan palkkainflaatioon, yrityskauppoihin, vahvan työnantajamielikuvan rapistumiseen, tuotestrategian epäonnistumiseen ja osaaajien saatavuuteen. Yhtiön riskiprofiili on nähdäksemme yhä koholla ison fuusion jälkeen, mutta alustavat positiiviset merkit ovat jo laskeneet siihen liittyvää riskitasoa merkittävästi.



# Sijoitusprofiili

1.

**Kasvatavat markkinat ja asemoituminen markkinan vahvoille kasvualueille**

2.

**Bilot-fuusio on edennyt hyvin, merkittävimmät riskit takanapäin ja hedelmiä vielä kerättävänä**

3.

**Kannattavuuspotentiaalia lyhyellä- ja pitkällä aikavälillä**

4.

**USA:ssa merkittävää kasvu- ja kannattavuuspotentiaalia**

5.

**Vahva kassavirta ja tase mahdollistaa yritysostot ja/tai osingonjaon**

## Potentiaali



- Kannattavuudessa suhteellisen helposti saavutettavissa olevaa skaalautumisvaraa
- Vinctillä potentiaalia kasvaa yleistä Suomen IT-palvelumarkkina nopeammin
- Uuden laajemman tarjoaman läpilyönti
- Julkiseen sektoriin vahvempi laajentuminen
- Tuoteliiketoiminnan tulosrasitus vähenee asteittain
- Ristiinmyynti USA:han mahdollistaa paremman kannattavuuden

## Riskit



- Bilot-fuusion integraation riskit yhä läsnä, vaikkakin pienentyneet
- USA:n haasteiden pitkittyminen ja yrityskauppojen epäonnistuminen
- Asiakashintakehitystä nopeampi palkkainflaatio
- Tuoteliiketoimintojen strategian ja kehityksen epäonnistuminen
- Vahvan työnantajaimagon rapistuminen
- Asiakasriippuvuus ja toimitusten projektiriskit

# Arvonmääritys 1/3

## Arvoajurit

Arviomme mukaan Vincitin osakkeen arvonmuodostus tulee jatkossa perustumaan orgaaniseen kasvuun ja kannattavuuden parantumiseen. Kannattavuudessa on suhteellisen selvästi parannusvaraa, myös yli nykyisen ennustemme, mutta tämä vaati näyttöjä hinnankorotuksista, osajien maantieteellisestä ristiin myynnistä ja tuoteliiketoiminnan skaalautumisesta. Onnistuessaan nämä tukevat arvostusta niin liikevaihdon kasvun, kannattavuuden kuin myös hyväksyttävän arvostuksen nousun kautta.

Näkemyksemme mukaan Vincitin arvostusta tukevat seuraavat tekijät:

- Fuusion mahdolliset uudet kulusynergiat ja liikevaihtosynergiat
- USA:n asiakkuuksien toimitus Euroopasta tukee kannattavuutta
- Markkinalla vahvat kysyntäfundamentit, erityisesti keskipitkällä- ja pitkällä aikavälillä.
- Markkinaa nopeampi orgaaninen kasvu. Vincitin kyky vastata kysyntään rekrytoinneilla ja hyvällä työnantajamielikuvalla myös kilpaillussa markkinatilanteessa.
- Onnistuminen skaalautuvassa tuoteliiketoiminnassa ja ohjelmistoylläpidossa
- Vahvempi laajentuminen julkiseen sektoriin

- Yritysosot

Vastaavasti näkemyksemme mukaan sijoittajan kannalta Vincitiin liittyviä keskeisiä riskejä ja arvostukseen negatiivisesti vaikuttavia tekijöitä ovat seuraavat:

- Asiakaskysynnän heikentyminen lyhyellä aikavälillä
- Henkilöstön ja vahvan kulttuurin säilyttäminen sekä siten työntekijöiden saatavuus ja vaihtuvuus
- Teknologia valintojen epäonnistuminen (SAP), jossa kysyntä tosin nyt hyvä
- Kansainvälistymiseen liittyvät riskit
- Asiakashintojen hidaskasvu ja palkkainflaation jatkuminen selvästi kovempina
- Tuoteliiketoiminnan strategian ja kehityksen epäonnistuminen
- Yritysosojen epäonnistuminen
- Operatiivisen heilunnan jatkuminen
- Yleinen geopoliittinen tilanne

## Vertailuryhmä

Käytämme Vincitin vertailuryhmänä Suomessa ja Pohjoismaissa listattuja IT-palveluyhtiöitä. Sijoitusprofiiltaan yhtiölle läheisiä verrokkeja Suomessa ovat ohjelmistokehityksen osalta Siili ja Gofore sekä taustajärjestelmäosaamisen myötä Digia. Verrokkiryhmässä olemme käyttäneet

Inderesin ennusteita seuraamissamme yhtiöissä, mikä huomioi liikearvopoistot ja parantaa vertailukelpoisuutta suomalaisten IT-palveluyhtiöiden välillä.

Sektorilla suosimme yleisesti oikaistuja EV/EBIT-kertoimia hyvästä vertailukelpoisuudesta ja vahvoista taseista johtuen. Olemme oikaisseet liikevoitossa liikearvo- ja PPA-poistot. EV/EBITDA-kertoimen vertailukelpoisuutta verrokkien kesken vaikeuttaa juuri edellä mainitut liikearvo- ja PPA-poistot sekä muut IFRS- ja FAS-kirjanpitosääntöjen erot ja tästä johtuen kyseisen kertoimen informaatioarvo voi jäädä heikoksi. Talouden epävarmuuden myötä vahvojen taseiden saaminen tuottavaan työhön on kuitenkin haastavaa. Näin ollen sovellamme arvostuskertoimissa myös P/E-kerrointa vahvemmin EV/EBIT-kertoimen rinnalla. Osinkotuoton vertaaminen verrokkiryhmän sisällä ei välttämättä anna oikeaa kuvaa arvonluonnista, sillä jotkut investoivat kasvuun, toiset profiloituvat selkeästi osinkoyhtiöiksi ja monet ovat näiden yhdistelmä.

Vincitin arvostus on tällä hetkellä, jopa >30 % alle suomalaisten verrokkien tuloskertoimesta riippuen vuonna 2023. Mielestämme alennus verrokkeihin on osin perusteltavissa viime vuosien voimakas operatiivinen volatiliiteetti huomioiden, mutta fuusioon liittyvät integraatoriskit ovat myös pienentyneet. Mielestämme suhteellinen arvostus on kuitenkin kohtuuttoman suuri, myös läheisiin verrokkeihin verrattuna. Siten myös suhteellinen arvostus on hyvin houkutteleva.

# Arvonmääritys 2/3

## Arvostuskertoimiin pohjautuva arvostus

Vuoden 2023e tuloskertoimet kuvastavat vielä näkemyksemme mukaan keskeneräistä käännettä ja eivät vielä sisällä suurempia liikevaihtosynergioita. Ennusteillamme Vincitin vuoden 2023 P/E- ja EV/EBITA kertoimet ovat 11x ja 7x. Kertoimet ovat mielestämme houkuttelevat ja jättävät edelleen turvamarginaalia mahdolliselle tuloskäänteen viivästykselle. Toisaalta matalat kertoimet viestivät mielestämme myös sijoittajien epäluottamuksesta Vincitin ja Bilotin fuusioon liittyvien synergioiden realisoitumisesta. Q1-liiketoimintakatsauksen myötä luottamuksemme tuloskasvuun ja erityisesti tasonnostoon kannattavuudessa lisääntyi selvästi, vaikka yhtiö oli varovainen kommentissaan loppuvuodesta.

Yhtiön tehdessä tänä vuonna paluun sektorin tasolle kannattavuudessa (EBITA ~8 %), mikä on ohjeistuksen alalaita, näemme osakkeessa selvää nousuvaraa (Q1: 9 %). Yhtiön päästessä mahdollisesti sektorin parempaan luokkaan ja näkemäämme potentiaaliin, on osakkeessa huomattavaa nousuvaraa. Mikäli yhtiö onnistuisi pitämään tasaisesti kannattavuuden hyvällä tasolla, mikä on toisaalta ollut haasteellista viimeisen 4 vuoden aikana, olisi kertoimissa myös selvää nousuvaraa.

## Osien summa

Tarkastelemme Vincitin arvostusta myös osien summan näkökulmasta, koska tuoteliiketoiminta on eriytetty konsernista. Osien summan käyttöä puoltaa myös oletus, että liiketoiminnat ovat

irrotettavissa toisistaan.

Tuotteiden liikevaihtojakauma on alussa voimakkaammin projektipainotteista, mistä johtuen hyväksymme liiketoiminnalle alussa matalamman kertoimen (arvio jatkuvan liikevaihdon osuudesta: ~50 %). Lisäksi ohjelmistoyritysten arvostuskertoimet ovat tulleet selvästi alas viimeisen parin vuoden aikana. Tuotenäytöt ovat myös heikohkot, tuote vaatii edelleen investointeja. Odotamme vielä näyttöjä onnistumisista ja erityisesti skaalautuvasta kannattavuudesta. Näin olemme hieman laskeneet hyväksymäämme kerrointa ja sovellamme 2,0x (aik. 2,5) EV/liikevaihto-kerrointa.

Tuotteiden jatkuvan liikevaihdon lisääntyä, kasvunäyttöjen parantuessa ja kannattavuuden vahvistuessa voidaan tuoteliiketoiminnalle asteittain alkaa hyväksymään lähes SaaS-yhtiöiden vastaavia kertoimia (>3x EV/S). Listaamattomista alkuvaiheen SaaS-kasvuaihoista on kuumina vuosina maksettu huomattavasti edellä mainittua korkeampia kertoimia, mutta tämä edellyttäisi näyttöjä tuotteiden huomattavasti paremmasta kehityksestä. Näytöt osittain myydystä LaaS-tuoteliiketoiminnasta olivat odotuksiamme heikommat, mikä heikentää tuotestrategian ja implementaation odotusarvoa.

Palveluliiketoiminnalle olemme hyväksyneet, jopa hieman varovaisesti 10x EV/EBIT-kertoimen, mikä vastaa sektoria (12x) alemmaa tasoa. Kerroin on maltillinen, kun

Verrokkiryhmän arvostus	EV/EBIT		P/E	
Yhtiö	2023e	2024e	2023e	2024e
Digia*	9,2	7,8	11,5	10,0
Digital Workforce*	44,6	14,7	76,2	25,0
Gofore*	12,6	10,9	17,1	15,8
Loihde*	23,3	9,4	38,6	15,6
Innofactor*	8,7	7,5	10,0	9,0
Netum Group*	11,7	10,0	14,3	12,6
Nixu*	24,9	18,2	35,3	25,3
Siili Solutions*	8,5	7,0	13,0	11,1
Solteq*		18,5		47,9
Tietoevry*	9,1	8,3	10,4	9,7
Vincit*	11,5	9,8	11,1	9,3
Witted Megacorp*	60,8	9,4	72,0	14,9
Bouvet	17,1	15,8	21,8	20,1
Knowit	13,2	11,6	16,3	13,7
Netcompany Group	18,5	15,3	22,0	17,1
Epam Systems Inc	17,1	14,4	24,7	21,1
Endava PLC	16,2	14,1	20,1	17,8
Kainos Group PLC	23,2	20,6	30,2	27,8
Globant SA	23,4	18,7	30,0	24,5
<b>Vincit (Inderes)</b>	<b>7,1</b>	<b>5,6</b>	<b>11,0</b>	<b>9,2</b>
<b>Keskiarvo</b>	<b>19,6</b>	<b>12,7</b>	<b>26,4</b>	<b>18,3</b>
<b>Mediaani kaikki</b>	<b>16,7</b>	<b>11,6</b>	<b>21,0</b>	<b>15,8</b>
<i>Erotus-% vrt. mediaani</i>	<i>-57 %</i>	<i>-51 %</i>	<i>-48 %</i>	<i>-42 %</i>
<b>Mediaani suomalaiset</b>	<b>11,7</b>	<b>9,6</b>	<b>14,3</b>	<b>13,7</b>
<i>Erotus-% vrt. Mediaani suomalaiset</i>	<i>-39 %</i>	<i>-42 %</i>	<i>-23 %</i>	<i>-33 %</i>

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

## Osien Summa

	2023e
Tuoteliiketoiminta, liikevaihto	3,1
Palveluliiketoiminta, EBITA	8,9
<b>Arvostus, tuoteliiketoiminta</b>	<b>2023e</b>
<b>EV/S 2,0x</b>	<b>6,2</b>
<b>Arvostus, palveluliiketoiminta</b>	<b>2023e</b>
<b>EV/EBIT 10x</b>	<b>88,6</b>
EV	94,7
Nettovelka	-12,5
<b>Arvostus, yhteensä</b>	<b>107</b>
<b>per osake</b>	<b>8,9</b>

# Arvonmääritys 3/3

huomioidaan sektoria ”normaalisti” parempi orgaaninen kasvu ja kannattavuuspotentiaali. Arvostustaso on myös alle 1,0x EV/liikevaihto - kertoimen, joka olisi nähdäksemme sektorille keskimäärin ja Vincitille melko käypä arvostustaso nykyisessä korkoympäristössä.

Osien summan kautta saamme yhtiölle yllä olevia parametreja ja ennusteita käyttäen nykyistä selvästi korkeamman 107 MEUR:n markkina-arvon, mikä vastaa noin 8,9 euron osakekohtaista hintaa. Huomioitavaa, että tuoteliiketoiminnan osuus konsernin arvosta on vain noin 5 %. Näin palveluliiketoiminta on selvästi suurin ja keskeisin arvoajuri.

## DCF kuvastaa selvää aliarvostusta ja pidemmän aikavälin potentiaalia

Melko konservatiivisesti laadittu DCF-mallimme antaa osakkeelle arvoksi 7,8 euroa osakkeelta. Ennustamme 5-8 %:n kasvua vuosina 2024-30 ja matalaa terminaalikasvua (2 %). Lisäksi oletamme EBIT-%:n olevan keskimäärin 8,5 % ja linjassa sektorin tason, mutta alle yhtiön potentiaalin, kun tuloskestävyyttä löytyisi. Olemme käyttäneet myös varovaista 9,9 %:n tuottovaatimusta (WACC). Suhteellisen pieni osa arvosta on terminaalissa (50 %) ja parantuneen näkyvyyden myötä kassavirtalaskelmasta saa myös jo parempaa tukea. Kassavirtalaskelma osoittaa myös osakkeen olevan pitkällä perspektiivillä hyvin houkuttelevasti hinnoiteltu.

## Osakkeen tuotto-odotuksen komponentit

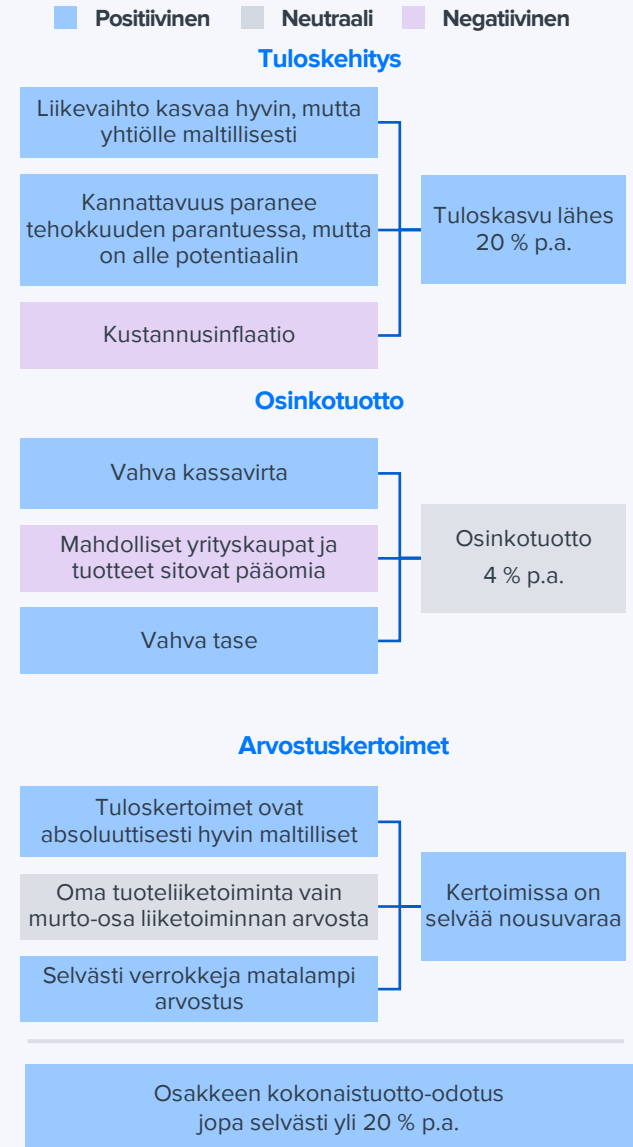
Tarkastelemme myös Vincitin osakkeen tuotto-

odotusta tuloskasvun, osinkotuoton ja hyväksytyin arvostuskertoimen näkökulmasta.

Arviomme mukaan yhtiöllä on lähivuosina edellytykset lähes 20 %:n vuotuisen tuloskasvuun, IT-markkinaa nopeampaan kasvuun, organisaation tehokkuuden parantumisen kautta. Vastavoimina taas toimivat arviomme mukaan osajakilpailuun ja kustannusinflaatioon. Yhtiön tase on vahva ja kassavirta vahvistaa sitä jatkuvasti, mutta toisaalta yhtiö haluaa myös kasvaa epäorgaanisesti. Edellä mainitut seikat huomioiden ennustamme yhtiön maksavan osinkoa reilun 60 %:n tulosjakosuhteella, mikä vastaa noin 4 %:n osinkotuottoa. Mikäli uusia yritysostoja ei löydy pidämme hyvin mahdollisena, että ylimääräistä pääoma palautetaan osakkeenomistajille tulevina vuosina. Uusia potentiaalisia yritysostoja emme luonnollisesti ole huomioineet ennusteissamme.

Vincitin lähivuosien arvostuskertoimissa on näkemykseemme mukaan selvää nousuvaraa. Erityisesti jatkuva tasainen suorittaminen palauttaisi luottamusta, turbulenttien vuosien jälkeen. Lisäksi markkinat eivät selvästi usko yhtiön pystyvän sektoria juurikaan parempaan kannattavuuteen, ja osoitus tästä tukisi myös arvostusta. Osinkotuotosta, tuloskasvusta ja arvostuskertoimista muodostuva osakkeen tuotto-odotus on edelleen hyvin houkutteleva ja jättää huomattavaa liikkumavaraa käänteen viivästykselle. Yhtiö on kertonut fokuosoivansa kannattavuuteen, minkä hyvä Q1 osoitti ja suojelee kannattavuutta proaktiivisesti muun muassa muutosneuvottelujen kautta. Näin näemme pienemmän riskin aikaisempien vuosien kaltaiselle tulostason heilunnalle.

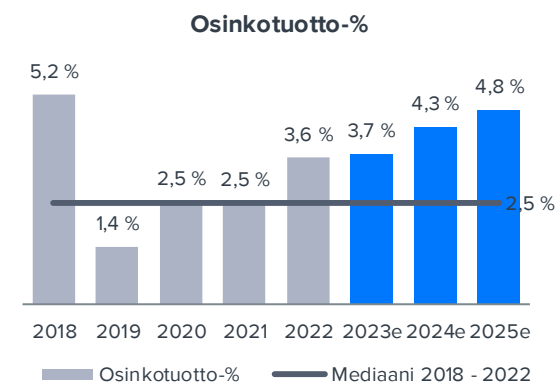
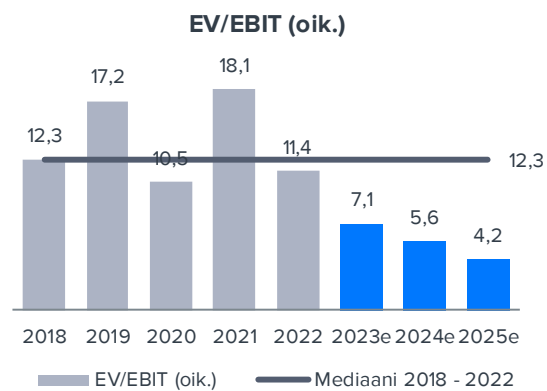
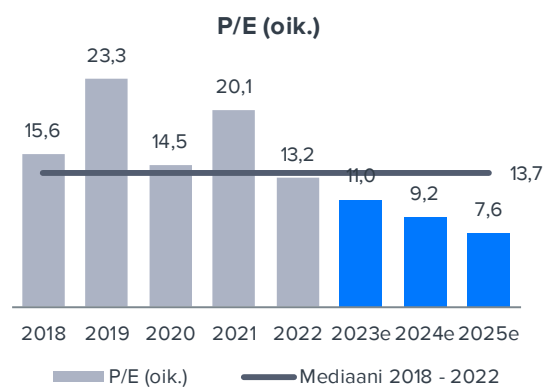
## Osaketuoton ajurit 2023-2025



# Arvostustaulukko

Arvostustaso	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e
Osakekurssi	5,82	5,00	7,18	8,02	4,16	4,60	4,60	4,60	4,60
Osakemäärä, milj. kpl	11,5	12,1	12,1	12,2	14,7	16,4	16,4	16,4	16,4
Markkina-arvo	67	60	87	98	69	75	75	75	75
Yritysarvo (EV)	63	59	79	93	59	64	59	54	47
P/E (oik.)	15,6	23,3	14,5	20,1	13,2	11,0	9,2	7,6	6,7
P/E	10,5	60,0	19,8	28,2	neg.	20,5	15,0	11,1	9,4
P/Kassavirta	20,3	neg.	10,5	>100	neg.	14,1	10,3	8,2	7,1
P/B	3,2	2,8	3,5	3,7	1,7	1,8	1,7	1,6	1,4
P/S	1,5	1,3	1,7	1,6	0,8	0,7	0,7	0,6	0,6
EV/Liikevaihto	1,4	1,2	1,5	1,5	0,7	0,6	0,5	0,4	0,4
EV/EBITDA (oik.)	10,6	13,7	9,7	14,4	16,3	6,7	5,3	4,0	3,1
EV/EBIT (oik.)	12,3	17,2	10,5	18,1	11,4	7,1	5,6	4,2	3,3
Osinko/tulos (%)	54,2 %	84,0 %	49,7 %	70,4 %	neg.	75,7 %	65,2 %	53,1 %	50,0 %
Osinkotuotto-%	5,2 %	1,4 %	2,5 %	2,5 %	3,6 %	3,7 %	4,3 %	4,8 %	5,3 %

Lähde: Inderes



# Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%	
	MEUR	MEUR	2023e	2024e	2023e	2024e	2023e	2024e	2023e	2024e	2023e	2024e
Digia*	168	180	9,2	7,8	7,6	6,6	1,0	0,9	11,5	10,0	3,0	3,2
Digital Workforce*	52	37	44,6	14,7	31,9	12,9	1,2	1,0	76,2	25,0		
Gofore*	393	363	12,6	10,9	11,7	10,1	1,9	1,6	17,1	15,8	2,0	2,3
Loihde*	81	61	23,3	9,4	7,0	4,4	0,4	0,4	38,6	15,6	2,1	2,3
Innofactor*	44	53	8,7	7,5	5,9	5,3	0,7	0,6	10,0	9,0	5,8	6,6
Netum Group*	42	43	11,7	10,0	10,9	9,3	1,2	1,1	14,3	12,6	4,0	4,3
Nixu*	95	96	24,9	18,2	18,6	14,9	1,4	1,3	35,3	25,3		
Siili Solutions*	124	113	8,5	7,0	6,8	5,7	0,9	0,7	13,0	11,1	2,0	2,4
Solteq*	24	44		18,5	3,3	6,0	0,7	0,7		47,9		2,5
Tietoenvy*	3074	3667	9,1	8,3	7,8	7,2	1,2	1,1	10,4	9,7	5,8	6,0
Vincit*	79	69	11,5	9,8	6,9	6,3	0,6	0,6	11,1	9,3	3,7	4,3
Witted Megacorp*	53	43	60,8	9,4	56,7	9,3	0,6	0,5	72,0	14,9		
Bouvet	608	624	17,1	15,8	14,3	13,4	2,1	2,0	21,8	20,1	4,0	4,4
Knowit	451	543	13,2	11,6	7,6	7,1	0,8	0,8	16,3	13,7	4,0	4,1
Netcompany Group	1810	2053	18,5	15,3	14,2	12,3	2,5	2,3	22,0	17,1	0,6	1,1
epam Systems Inc[]	14227	12576	17,1	14,4	15,6	13,0	2,7	2,4	24,7	21,1		
Endava PLC	2943	2811	16,2	14,1	13,3	11,7	3,0	2,7	20,1	17,8		
Kainos Group PLC	1856	1732	23,2	20,6	21,2	19,5	4,0	3,6	30,2	27,8	1,9	2,1
Globant SA	6763	6655	23,4	18,7	16,7	13,8	3,5	2,8	30,0	24,5		
<b>Vincit (Inderes)</b>	<b>75</b>	<b>64</b>	<b>7,1</b>	<b>5,6</b>	<b>6,7</b>	<b>5,3</b>	<b>0,6</b>	<b>0,5</b>	<b>11,0</b>	<b>9,2</b>	<b>3,7</b>	<b>4,3</b>
<b>Keskiarvo</b>			<b>19,6</b>	<b>12,7</b>	<b>14,6</b>	<b>9,9</b>	<b>1,6</b>	<b>1,4</b>	<b>26,4</b>	<b>18,3</b>	<b>3,2</b>	<b>3,5</b>
<b>Mediaani kaikki</b>			<b>16,7</b>	<b>11,6</b>	<b>11,7</b>	<b>9,3</b>	<b>1,2</b>	<b>1,1</b>	<b>21,0</b>	<b>15,8</b>	<b>3,3</b>	<b>3,2</b>
<b>Erotus-% vrt. mediaani</b>			<b>-57 %</b>	<b>-51 %</b>	<b>-43 %</b>	<b>-43 %</b>	<b>-51 %</b>	<b>-53 %</b>	<b>-48 %</b>	<b>-42 %</b>	<b>11 %</b>	<b>37 %</b>
<b>Mediaani suomalaiset</b>			<b>11,7</b>	<b>9,6</b>	<b>7,7</b>	<b>6,9</b>	<b>0,9</b>	<b>0,8</b>	<b>14,3</b>	<b>13,7</b>	<b>3,3</b>	<b>3,2</b>
<b>Erotus-% vrt. Mediaani suomalaiset</b>			<b>-39 %</b>	<b>-42 %</b>	<b>-14 %</b>	<b>-22 %</b>	<b>-34 %</b>	<b>-35 %</b>	<b>-23 %</b>	<b>-33 %</b>	<b>11 %</b>	<b>37 %</b>

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

# Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2020	2021	H1'22	H2'22	2022	H1'23e	H2'23e	2023e	2024e	2025e	2026e
<b>Liikevaihto</b>	<b>52,4</b>	<b>61,5</b>	<b>35,8</b>	<b>49,0</b>	<b>84,8</b>	<b>55,3</b>	<b>52,2</b>	<b>107</b>	<b>116</b>	<b>123</b>	<b>130</b>
Palveluliiketoiminta	50,2	58,8	34,5	48,3	82,8	53,8	50,8	105	112	119	125
Tuoteliiketoiminta	2,6	2,8	1,4	1,3	2,7	1,6	1,5	3,1	3,6	4,2	4,8
Eliminoinnit	-0,4	-0,1	-0,1	-0,6	-0,7	-0,1	-0,1	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2
<b>Käyttökate</b>	<b>8,2</b>	<b>6,5</b>	<b>2,9</b>	<b>0,8</b>	<b>3,6</b>	<b>4,5</b>	<b>5,0</b>	<b>9,6</b>	<b>11,1</b>	<b>13,4</b>	<b>15,1</b>
Poistot ja arvonalennukset	-2,2	-2,3	-1,2	-2,1	-3,4	-1,9	-1,9	-3,8	-3,8	-3,9	-4,0
<b>Liikevoitto ilman kertaeriä</b>	<b>7,6</b>	<b>5,1</b>	<b>2,6</b>	<b>2,6</b>	<b>5,2</b>	<b>4,2</b>	<b>4,8</b>	<b>9,0</b>	<b>10,6</b>	<b>12,8</b>	<b>14,3</b>
<b>Liikevoitto</b>	<b>6,0</b>	<b>4,1</b>	<b>1,6</b>	<b>-1,4</b>	<b>0,2</b>	<b>2,6</b>	<b>3,2</b>	<b>5,8</b>	<b>7,4</b>	<b>9,6</b>	<b>11,1</b>
Palveluliiketoiminta	8,3	5,8	2,7	2,6	5,2	4,2	4,7	8,9	10,3	12,4	13,8
Tuoteliiketoiminta	-0,7	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,2	0,3	0,5
Liikearvon poistot	-1,6	-1,8	-1,0	-1,9	-2,9	-1,6	-1,6	-3,2	-3,2	-3,2	-3,2
Nettorahoituskulut	-0,2	0,7	0,2	-0,2	0,0	-0,1	-0,1	-0,2	0,0	0,0	0,0
<b>Tulos ennen veroja</b>	<b>5,8</b>	<b>4,8</b>	<b>1,8</b>	<b>-1,6</b>	<b>0,2</b>	<b>2,5</b>	<b>3,1</b>	<b>5,6</b>	<b>7,4</b>	<b>9,6</b>	<b>11,1</b>
Verot	-1,0	-1,0	-0,4	0,0	-0,4	-0,8	-0,9	-1,7	-2,1	-2,6	-2,9
Vähemmistöosuudet	-0,5	-0,4	-0,2	0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2
<b>Nettotulos</b>	<b>4,4</b>	<b>3,5</b>	<b>1,2</b>	<b>-1,5</b>	<b>-0,3</b>	<b>1,6</b>	<b>2,1</b>	<b>3,7</b>	<b>5,0</b>	<b>6,8</b>	<b>8,0</b>
<b>EPS (oikaistu)</b>	<b>0,50</b>	<b>0,40</b>	<b>0,15</b>	<b>0,17</b>	<b>0,32</b>	<b>0,20</b>	<b>0,22</b>	<b>0,42</b>	<b>0,50</b>	<b>0,61</b>	<b>0,68</b>
<b>EPS (raportoitu)</b>	<b>0,36</b>	<b>0,28</b>	<b>0,08</b>	<b>-0,10</b>	<b>-0,02</b>	<b>0,10</b>	<b>0,13</b>	<b>0,22</b>	<b>0,31</b>	<b>0,41</b>	<b>0,49</b>

Tunnusluvut	2020	2021	H1'22	H2'22	2022	H1'23e	H2'23e	2023e	2024e	2025e	2026e
<b>Liikevaihdon kasvu-%</b>	8,7 %	17,4 %	16,6 %	59,1 %	37,9 %	54,5 %	6,5 %	26,7 %	7,6 %	6,2 %	6,0 %
<b>Oikaistun liikevoiton kasvu-%</b>		-32,6 %	-5,5 %	9,0 %	1,3 %	65,2 %	81,9 %	73,6 %	17,5 %	20,9 %	12,1 %
<b>Käyttökate-%</b>	15,6 %	10,5 %	8,0 %	1,6 %	4,3 %	8,2 %	9,7 %	8,9 %	9,6 %	10,9 %	11,6 %
<b>Oikaistu liikevoitto-%</b>	14,5 %	8,3 %	7,2 %	5,3 %	6,1 %	7,6 %	9,1 %	8,4 %	9,1 %	10,4 %	11,0 %
<b>Nettotulos-%</b>	8,3 %	5,7 %	3,4 %	-3,0 %	-0,3 %	2,9 %	3,9 %	3,4 %	4,4 %	5,5 %	6,2 %

Lähde: Inderes



# Tase

Vastaavaa	2021	2022	2023e	2024e	2025e
<b>Pysyvät vastaavat</b>	<b>15,8</b>	<b>26,4</b>	<b>23,7</b>	<b>21,1</b>	<b>18,4</b>
Liikearvo	0,0	24,2	21,0	17,8	14,6
Aineettomat hyödykkeet	15,1	1,1	1,2	1,4	1,5
Käyttöomaisuus	0,4	0,7	1,1	1,6	2,0
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut sijoitukset	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3
Muut pitkäaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Laskennalliset verosaamiset	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0
<b>Vaihtuvat vastaavat</b>	<b>23,3</b>	<b>35,6</b>	<b>40,4</b>	<b>46,9</b>	<b>54,6</b>
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	14,6	25,2	27,9	30,1	31,9
Likvidit varat	8,7	10,3	12,5	16,9	22,6
<b>Taseen loppusumma</b>	<b>39,1</b>	<b>62,0</b>	<b>64,1</b>	<b>68,0</b>	<b>73,0</b>

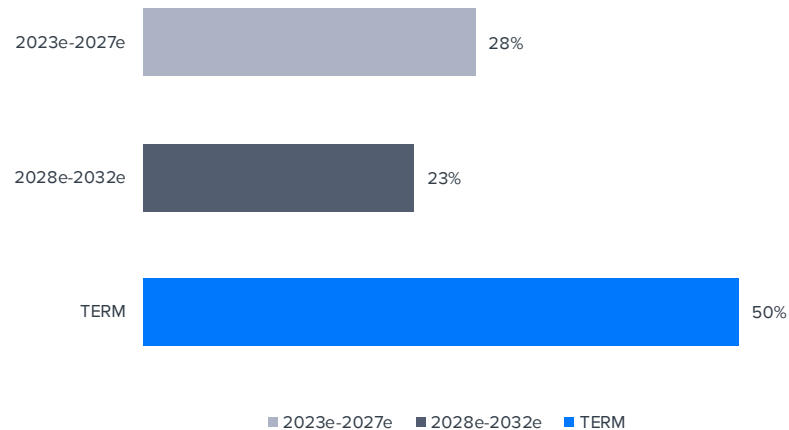
Lähde: Inderes

Vastattavaa	2021	2022	2023e	2024e	2025e
<b>Oma pääoma</b>	<b>27,4</b>	<b>41,6</b>	<b>42,6</b>	<b>44,9</b>	<b>48,4</b>
Osakepääoma	0,3	0,5	0,3	0,3	0,3
Kertyneet voittovarot	10,2	7,6	8,8	11,0	14,6
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muu oma pääoma	16,1	33,1	33,1	33,1	33,1
Vähemmistöosuus	0,9	0,3	0,4	0,4	0,4
<b>Pitkäaikaiset velat</b>	<b>0,0</b>	<b>0,2</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>
Laskennalliset verovelat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lainat rahoituslaitoksilta	0,0	0,2	0,0	0,0	0,0
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Lyhytaikaiset velat</b>	<b>11,7</b>	<b>20,3</b>	<b>21,5</b>	<b>23,1</b>	<b>24,6</b>
Lainat rahoituslaitoksilta	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lyhytaikaiset korottomat velat	11,7	20,3	21,5	23,1	24,6
Muut lyhytaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Taseen loppusumma</b>	<b>39,1</b>	<b>62,0</b>	<b>64,1</b>	<b>68,0</b>	<b>73,0</b>

# DCF-laskelma

DCF-laskelma	2022	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	37,9 %	26,7 %	7,6 %	6,2 %	6,0 %	6,0 %	6,0 %	5,0 %	4,5 %	4,0 %	2,0 %	2,0 %
Liikevoitto-%	0,3 %	5,4 %	6,4 %	7,8 %	8,5 %	8,1 %	8,0 %	7,5 %	7,1 %	8,5 %	8,5 %	8,5 %
<b>Liikevoitto</b>	<b>0,2</b>	<b>5,8</b>	<b>7,4</b>	<b>9,6</b>	<b>11,1</b>	<b>11,1</b>	<b>11,7</b>	<b>11,5</b>	<b>11,3</b>	<b>14,2</b>	<b>14,5</b>	
+ Kokonaispoistot	3,4	3,8	3,8	3,9	4,0	4,1	3,8	4,0	4,0	1,4	1,4	
- Maksetut verot	-0,5	-1,6	-2,1	-2,6	-2,9	-2,9	-2,9	-2,8	-2,8	-2,8	-2,9	
- verot rahoituskuluista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
+ verot rahoitustuotoista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Käyttöpääoman muutos	-2,1	-1,5	-0,5	-0,4	-0,4	-0,5	-0,5	-0,4	-0,4	-0,4	-0,2	
<b>Operatiivinen kassavirta</b>	<b>1,0</b>	<b>6,5</b>	<b>8,5</b>	<b>10,5</b>	<b>11,8</b>	<b>11,9</b>	<b>12,1</b>	<b>12,2</b>	<b>12,1</b>	<b>12,3</b>	<b>12,7</b>	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	-13,8	-1,1	-1,2	-1,2	-1,2	-1,3	-1,3	-1,3	-1,3	-1,4	-1,4	
<b>Vapaa operatiivinen kassavirta</b>	<b>-12,8</b>	<b>5,4</b>	<b>7,3</b>	<b>9,3</b>	<b>10,6</b>	<b>10,6</b>	<b>10,8</b>	<b>10,9</b>	<b>10,7</b>	<b>11,0</b>	<b>11,4</b>	
+/- Muut	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	-12,8	5,4	7,3	9,3	10,6	10,6	10,8	10,9	10,7	11,0	11,4	147
<b>Diskontattu vapaa kassavirta</b>		<b>5,1</b>	<b>6,3</b>	<b>7,2</b>	<b>7,5</b>	<b>6,9</b>	<b>6,3</b>	<b>5,8</b>	<b>5,2</b>	<b>4,9</b>	<b>4,6</b>	<b>59,1</b>
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		119	114	108	100	92,8	85,9	79,6	73,8	68,6	63,7	59,1
<b>Velaton arvo DCF</b>		<b>119</b>										
- Korolliset velat		-0,2										
+ Rahavarat		10,3										
-Vähemmistöosuus		-0,7										
-Osinko/pääomapalautus		0,0										
<b>Oman pääoman arvo DCF</b>		<b>128</b>										
<b>Oman pääoman arvo DCF per osake</b>		<b>7,8</b>										

## Rahavirran jakauma jaksoittain



## Pääoman kustannus (WACC)

Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	0,0 %
Vieraan pääoman kustannus	5,0 %
Yrityksen Beta	1,35
Markkinoiden riski-preemio	4,75 %
Likviditeettipreemio	1,00 %
Riskitön korko	2,5 %
<b>Oman pääoman kustannus</b>	<b>9,9 %</b>
<b>Pääoman keskim. kustannus (WACC)</b>	<b>9,9 %</b>

Lähde: Inderes

# Yhteenveto

Tuloslaskelma	2020	2021	2022	2023e	2024e	Osakekohtaiset luvut	2020	2021	2022	2023e	2024e
Liikevaihto	52,4	61,5	84,8	107,5	115,6	EPS (raportoitu)	0,36	0,28	-0,02	0,22	0,31
Käyttökate	8,2	6,5	3,6	9,6	11,1	EPS (oikaistu)	0,50	0,40	0,32	0,42	0,50
Liikevoitto	6,0	4,1	0,2	5,8	7,4	Operat. kassavirta / osake	0,70	0,46	0,07	0,40	0,52
Voitto ennen veroja	5,8	4,8	0,2	5,6	7,4	Vapaa kassavirta / osake	0,69	0,01	-0,87	0,33	0,45
Nettovoitto	4,4	3,5	-0,3	3,7	5,0	Omapääoma / osake	2,04	2,17	2,80	2,57	2,71
Kertaluontoiset erät	-1,6	-1,0	-4,9	-3,2	-3,2	Osinko / osake	0,18	0,20	0,15	0,17	0,20
<b>Tase</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023e</b>	<b>2024e</b>	<b>Kasvu ja kannattavuus</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023e</b>	<b>2024e</b>
Taseen loppusumma	35,0	39,1	62,0	64,1	68,0	Liikevaihdon kasvu-%	9 %	17 %	38 %	27 %	8 %
Oma pääoma	25,4	27,4	41,6	42,6	44,9	Käyttökateen kasvu-%	89 %	-21 %	-44 %	164 %	16 %
Liikearvo	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	Liikevoiton oik. kasvu-%	120 %	-33 %	1 %	74 %	17 %
Nettovelat	-9,7	-8,7	-10,2	-12,5	-16,9	EPS oik. kasvu-%	132 %	-20 %	-21 %	33 %	20 %
<b>Kassavirta</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023e</b>	<b>2024e</b>	Käyttökate-%	15,6 %	10,5 %	4,3 %	8,9 %	9,6 %
Käyttökate	8,2	6,5	3,6	9,6	11,1	Oik. Liikevoitto-%	14,5 %	8,3 %	6,1 %	8,4 %	9,1 %
Nettokäyttöpääoman muutos	1,2	0,0	-2,1	-1,5	-0,5	Liikevoitto-%	11,4 %	6,7 %	0,3 %	5,4 %	6,4 %
Operatiivinen kassavirta	8,4	5,6	1,0	6,5	8,5	ROE-%	19,0 %	13,6 %	-0,8 %	8,8 %	11,6 %
Investoinnit	-0,1	-5,4	-13,8	-1,1	-1,2	ROI-%	24,3 %	15,4 %	0,7 %	13,7 %	16,8 %
Vapaa kassavirta	8,3	0,2	-12,8	5,4	7,3	Omavaraisuusaste	72,6 %	70,2 %	67,0 %	66,5 %	66,0 %
						Nettovelkaantumisaste	-38,3 %	-31,6 %	-24,5 %	-29,3 %	-37,6 %
<b>Arvostuskertoimet</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023e</b>	<b>2024e</b>						
EV/Liikevaihto	1,5	1,5	0,7	0,6	0,5						
EV/EBITDA (oik.)	9,7	14,4	16,3	6,7	5,3						
EV/EBIT (oik.)	10,5	18,1	11,4	7,1	5,6						
P/E (oik.)	14,5	20,1	13,2	11,0	9,2						
P/B	3,5	3,7	1,7	1,8	1,7						
Osinkotuotto-%	2,5 %	2,5 %	3,6 %	3,7 %	4,3 %						

Lähde: Inderes

# Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

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

Tuotetut raportit on tarkoitettu informatiiviseen käyttöön, joten raportteja ei tule käsittää tarjoukseksi tai kehotukseksi ostaa, myydä tai merkitä sijoitustuotteita. Asiakkaan tulee myös ymmärtää, että historiallinen kehitys ei ole tae tulevasta. Tehdessään päätöksiä sijoitustoimenpiteistä, asiakkaan tulee perustaa päätöksensä omaan tutkimukseensa, sekä arvioonsa sijoituskohteen arvoon vaikuttavista seikoista ja ottaa huomioon omat tavoitteensa, taloudellinen tilanteensa sekä tarvittaessa käytettävää 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 12 kuukauden kokonaistuotto-odotukseen (sis. kurssinousu ja osingot) ja huomioi Inderesin näkemyksen tuotto-odotukseen liittyvästä riskistä. Suosituspolitiikka on neliportainen suosituksiin myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään 2-4 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 tehdyin arviot mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonmääritysmenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF), 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 12 kuukauden riskikorjattuun kokonaistuotto-odotukseen.

Osta	Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on erittäin houkutteleva
Lisää	Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on houkutteleva
Vähennä	Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on heikko
Myy	Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on erittäin heikko

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

Inderesin tutkimusta laatineilla analyytikoilla tai Inderesin työntekijöillä ei voi olla 1) merkittävän taloudellisen edun ylittäviä omistuksia tai 2) yli 1 %:n omistusosuuksia missään tutkimuksen kohteena olevissa yhtiöissä. Inderes Oyj voi omistaa seuraamiensa kohdeyhtiöiden osakkeita ainoastaan siltä osin, kuin yhtiön oikeaa rahaa sijoitavassa mallisalkussa on esitetty. Kaikki Inderes Oyj:n omistukset esitetään yksilöityinä mallisalkussa. Inderes Oyj:llä ei ole muita omistuksia analyysin kohdeyhtiöissä. Analyysin laatineen analyytikon palkitsemista ei ole suoralla tai epäsuoralla tavalla sidottu annettuun suositukseen tai näkemykseen. Inderes Oyj: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 sijoittajaviestinnän palveluita, joiden tavoitteena on parantaa yhtiön ja pääomamarkkinoiden välistä kommunikaatiota. Näitä palveluita ovat sijoittajatalaisuuksien ja -tapahtumien järjestäminen, sijoittajaviestinnän liittyvä neuvonanto, sijoitustutkimusraporttien laatiminen.

Kaikki Inderes Oyj:n osakeomistukset sen seurannassa olevissa kohdeyhtiöissä esitetään yksilöityinä oikeaa rahaa sijoitavassa Inderes Oyj:n [mallisalkussa](#).

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

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

## Suositushistoria (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
20.6.2019	Lisää	5,70 €	5,00 €
23.8.2019	Osta	5,00 €	3,90 €
21.10.2019	Lisää	5,60 €	5,10 €
6.2.2020	Lisää	5,20 €	4,73 €
23.3.2020	Lisää	3,50 €	3,05 €
24.4.2020	Osta	4,50 €	3,75 €
28.5.2020	Vähennä	4,50 €	4,76 €
28.8.2020	Osta	6,20 €	5,24 €
30.10.2020	Osta	7,50 €	6,28 €
5.2.2021	Osta	10,00 €	8,64 €
22.3.2021	Osta	10,50 €	9,12 €
30.4.2021	Vähennä	11,50 €	11,20 €
26.5.2021	Osta	11,50 €	9,28 €
16.7.2021	Lisää	11,50 €	10,40 €
30.7.2021	Lisää	11,50 €	10,45 €
5.10.2021	Osta	10,50 €	7,58 €
29.10.2021	Lisää	9,80 €	8,60 €
4.2.2022	Vähennä	7,80 €	7,56 €
25.2.2022	Lisää	6,70 €	5,70 €
29.4.2022	Lisää	6,70 €	5,66 €
1.7.2022	Osta	7,20 €	5,91 €
26.8.2022	Lisää	6,40 €	5,65 €
28.10.2022	Lisää	5,20 €	4,45 €
1.3.2023	Osta	5,70 €	4,55 €
28.4.2023	Osta	6,00 €	4,83 €
25.5.2023	Osta	6,00 €	4,60 €

Inderes yhdistää pörssiyritykset ja sijoittajat. Asiakkainamme on yli 400 pohjoismaista pörssiyritystä, jotka haluavat palvella sijoittajia tarjoamalla parempaa sijoittajaviestintää. Yhteisöömme kuuluu yli 70 000 aktiivista sijoittajaa.

Yhteiskunnallisena tavoitteenamme on demokratisoida tieto finanssimarkkinoilla.

Rakennamme pörssiyrityksien tarpeisiin ratkaisuja, joiden avulla voidaan tehdä tehokasta ja oikeat kohderyhmät tavoitettavaa sijoittajaviestintää. Liikevaihdostamme suurin osa muodostuu pörssiyrityksiä asiakkailta, joille tarjottavia päätuotteitamme ovat Tilausanalyysi, Virtuaalitapahtumaratkaisut (Flik), Yhtiökokousratkaisut sekä Teknologia- ja IR-ratkaisut.

Sijoittajayhteisölle tarjoamme palveluita, joiden avulla jäsenet voivat oppia ja kehittyä, tutustua muihin sijoittajiin sekä saada ajantasaista tietoa sijoituspäätösten tueksi.

Inderes on listattu Nasdaq First North markkinapaikalla ja toimii Suomessa, Ruotsissa, Norjassa ja Tanskassa.

### Inderes Oyj

Itämerentori 2  
00180 Helsinki  
+358 10 219 4690

Palkittua analyysia osoitteessa [inderes.fi](https://www.inderes.fi)



STARMINE  
ANALYST AWARDS  
FROM REFINITIV



THOMSON REUTERS  
ANALYST AWARDS



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



Mikael Rautanen  
2014, 2016, 2017, 2019



Sauli Vilén  
2012, 2016, 2018, 2019, 2020



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



Olli Koponen  
2020



Joni Grönqvist  
2019, 2020



Erkki Vesola  
2018, 2020



Petri Gostowski  
2020



Atte Riikola  
2020

**Analyysi kuuluu  
kaikille.**