

Innofactor

Laaja raportti

28.06.2022 19:45



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

✓ Inderes Yhtiöasiakas

inde
res.

Proessorista vielä ulosmitattavaa

Innofactorin tulostuu eteni vakuuttavasti pari vuotta Suomen liiketoiminnan vahvan vedon ajamana. Viime vuonna tuloskasvu pysähtyi ja nyt haetaan paluuta kasvu-uralle. Innofactor muokkasi viime vuonna organisaatorakennetta ja tarkensi strategiaa tukemaan vahvempaa kasvua. Odotamme maltillista tuloskasvua tänä vuonna ja pidemmällä tähtäimellä vahvempi kasvu vaatii ehjää kokonaisuutta Pohjoismailta. Perusta pohjoismaisen kasvustrategian toteuttamiselle on kunnossa, mutta vaatii näyttöä toteutuksesta. Osakkeen tuottopotentiaali, joka muodostuu tuloskasvusta (~8 %) ja osinkotuotosta (>5 %) puoltaa edelleen positiivista näkemystä. Toistamme lisää suosituksen ja laskemme tavoitehinnan 1,35 euroon arvostusympäristön muutoksien ja tuottovaatimuksen nousun takia.

Jatkuvien palveluiden kasvu tukee tuloskuntoa

Innofactor on historiassaan kasvanut voimakkaasti yritystoin kotimaassa ja kansainvälisesti konsolidoimalla Microsoftiin erikoistuneiden IT-toimittajien kenttää. Useiden yritystojen jälkeen yhtiö siirtyi vuonna 2016 strategiassaan vaiheeseen, jossa fokus siirtyi yhtenäisen pohjoismaisen organisaation rakentamiseen. Vuosien 17-18 kuopan jälkeen yhtiön tulostuu eteni kolme vuotta ja jatkuvien palveluiden osuus on kasvanut voimakkaasti viime vuosina (2017: 35 % liikevaihdosta ja 2021: 56 %), mikä tuo jatkuvuutta liiketoimintaan ja laskee riskiprofiilia.

Strategiatarkennus tukemaan vahvempaa kasvua

Innofactor on viime vuosina panostanut yhtenäisen pohjoismaisen organisaation rakentamiseen. Viime syksynä Innofactor uudisti strategiansa ja organisaatorakenteen tukemaan entistä vahvemmin kasvua ja tehokkuutta. Kesäkuussa yhtiö vahvisti dataosaamistaan yritystolla, strategian mukaisesti. On myös kriittistä, että yhtiö saa käännettyä myös Ruotsin ja erityisesti Suomen liiketoiminnat takaisin kasvuun. Pitkällä aikavälillä yhtiö pyrkii luomaan arvoa yhtenäisen pohjoismaisen organisaation synergioista ja tehokkuudesta.

Ennustamme maltillista tuloskasvua ja potentiaalın realisoituminen vaatii näyttöä

Innofactor on kääntänyt kannattavuuden kestävästi tyydyttävälle tasolle, saanut vahvan tilauskannan, vahvistanut tasetta sekä nostanut jatkuvan myynnin osuutta tuntuvasti (>50 %). Tänä vuonna Innofactor keskittyy erityisesti kasvuun ja ennustamme yhtiön liikevaihdon kasvavan 5 % Invenco-yritystojen johdolla. Odotamme käyttökateen (oik.) pysyvän vuoden 2021 tasolla 11,4 %:ssa parempien laskutusasteiden tukemana ja palkkainflaation painamana. Pidämme yhtiön pitkän aikavälin tavoitteita (kasvu 20 % ja käyttökate 20%) mahdollisena, mutta toteutuakseen ne vaatii taakseen koko pohjoismaisen organisaation vahvaa yhtenäistä tekemistä. Odotamme liikevaihdon kasvavan orgaanisesti 3 %:n vauhtia ja käyttökate-%:n olevan 12 %:n tasolla vuosina 22-25. Keskeisimmät riskit liittyvät yhtenäisen pohjoismaisen organisaation rakentamisen pitkittymiseen ja kasvustrategian toteutukseen.

Tuottopotentiaali puoltaa positiivista näkemystä

Näkemyksemme mukaan Innofactorin arvostuksen asemointi on asteittain vankistumassa tuloskone-lokeroon, mutta vaatii taakseen jatkuvia näyttöjä. Osakkeen arvostus on vuoden 2022 kertoimilla (EV/EBIT 9x ja PE ja 11x) näkemyksemme mukaan neutraali ja vuoden 2023 vastaavilla kertoimilla (8x ja 9x) houkutteleva, joihin kuitenkin sisältyy epävarmuutta. Osakkeen tuottopotentiaali, joka muodostuu tuloskasvusta ja osinkotuotosta vajaan 15 %:iin puoltaa positiivista näkemystä. Konservatiivisesti laadittu kassavirtalaskelma (1,57 euroa) indikoi myös osakkeen olevan houkuttelevasti hinnoiteltu.

Suositus

Lisää

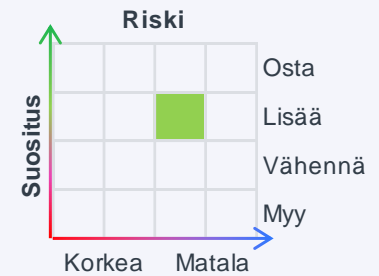
(aik. Lisää)

1,35 EUR

(aik. 1,45 EUR)

Osakekurssi:

1,17



Avainluvut

	2021	2022e	2023e	2024e
Liikevaihto	66	70	75	77
kasvu-%	0 %	5 %	7 %	3 %
Käyttökate	10,1	8,0	8,5	8,9
Käyttökate-%	15,2 %	11,4 %	11,4 %	11,6 %
Nettotulos	4,5	3,7	4,3	4,6
EPS (oik.)	0,07	0,11	0,13	0,14

P/E (oik.)	23,2	11,1	9,2	8,6
P/B	2,2	1,6	1,5	1,4
Osinkotuotto-%	5,3 %	4,3 %	5,1 %	6,0 %
EV/EBIT (oik.)	14,4	9,4	7,8	6,8
EV/EBITDA	6,3	6,5	5,6	4,9
EV/Liikevaihto	1,0	0,7	0,6	0,6

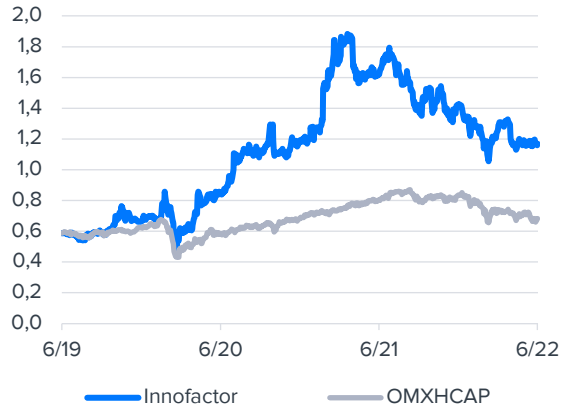
Lähde: Inderes

Ohjeistus

(Ennallaan)

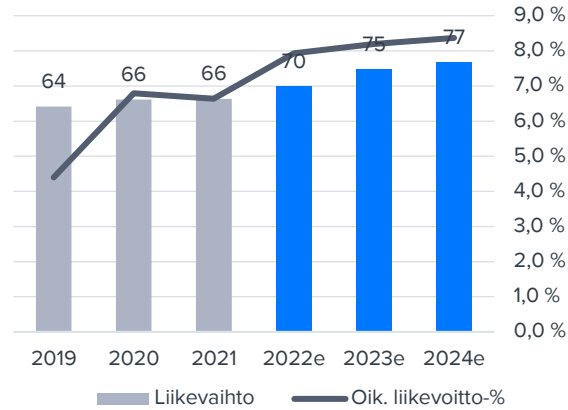
Innofactor arvioi vuoden 2022 liikevaihdon ja oikaistun käyttökateen kasvavan edellisestä vuodesta (2021: 66,4 MEUR ja 7,5 MEUR).

Osakekurssi



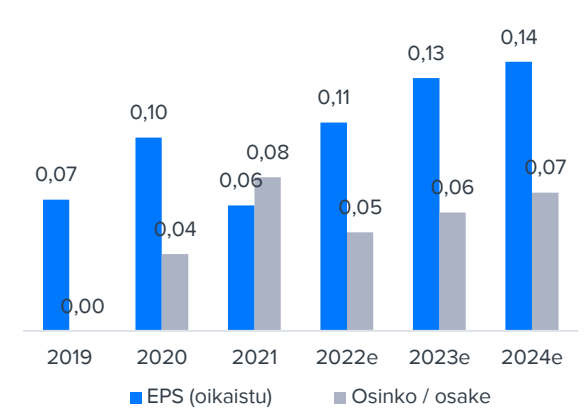
Lähde: Refinitiv

Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes



Arvoajurit

- Ruotsin, Norjan ja Tanskan kasvu- ja kannattavuusparannus
- Käänteen jatkuminen ja vahvistuminen
- Sijoittajien luottamuksen palauttaminen, vaikka edennyt hyvin
- Orgaaninen ja yrityskauppavetoinen kasvu
- Jatkuvan liiketoiminnan osuuden kasvu ja oma tuoteliikeytoiminta



Riskitekijät

- Uuden kasvustrategian epäonnistuminen
- Ulkomaan liiketoimintojen vahvistamisen epäonnistuminen
- Pohjoismaisen organisaation rakentamisen pitkittyminen
- Kansainvälistyminen ja yrityskaupat nostavat riskitasoa
- Microsoftin aseman heikentyminen
- Geopoliittinen tilanne

Arvostustaso	2022e	2023e	2024e
Osakekurssi	1,17	1,17	1,17
Osakemäärä, milj. kpl	36,6	36,6	36,6
Markkina-arvo	43	43	43
Yritysarvo (EV)	52	48	44
P/E (oik.)	11,1	9,2	8,6
P/E	11,7	10,0	9,4
P/Kassavirta	19,8	7,0	6,7
P/B	1,6	1,5	1,4
P/S	0,6	0,6	0,6
EV/Liikevaihto	0,7	0,6	0,6
EV/EBITDA (oik.)	6,5	5,6	4,9
EV/EBIT (oik.)	9,4	7,8	6,8
Osinko/tulos (%)	50,0 %	51,2 %	55,9 %
Osinkotuotto-%	4,3 %	5,1 %	6,0 %

Lähde: Inderes

Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	5-10
Toimiala	11-19
Kilpailu	20-24
Microsoft	25-26
Strategia	27-30
Historiallinen kehitys	31-32
Ennusteet	33-35
Sijoitusprofiili	36-37
Arvonmääritys	38-41
Taulukot	42-44
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	45

Innofactor lyhyesti

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

2000

Perustamisvuosi

21,1 %

Toimitusjohtajan ja lähipiirin omistusosuus

66,4 MEUR (+0,3 % vs. 2020)

Liikevaihto 2021

66 % Suomi

18 % Ruotsi

10 % Norja

6 % Tanska

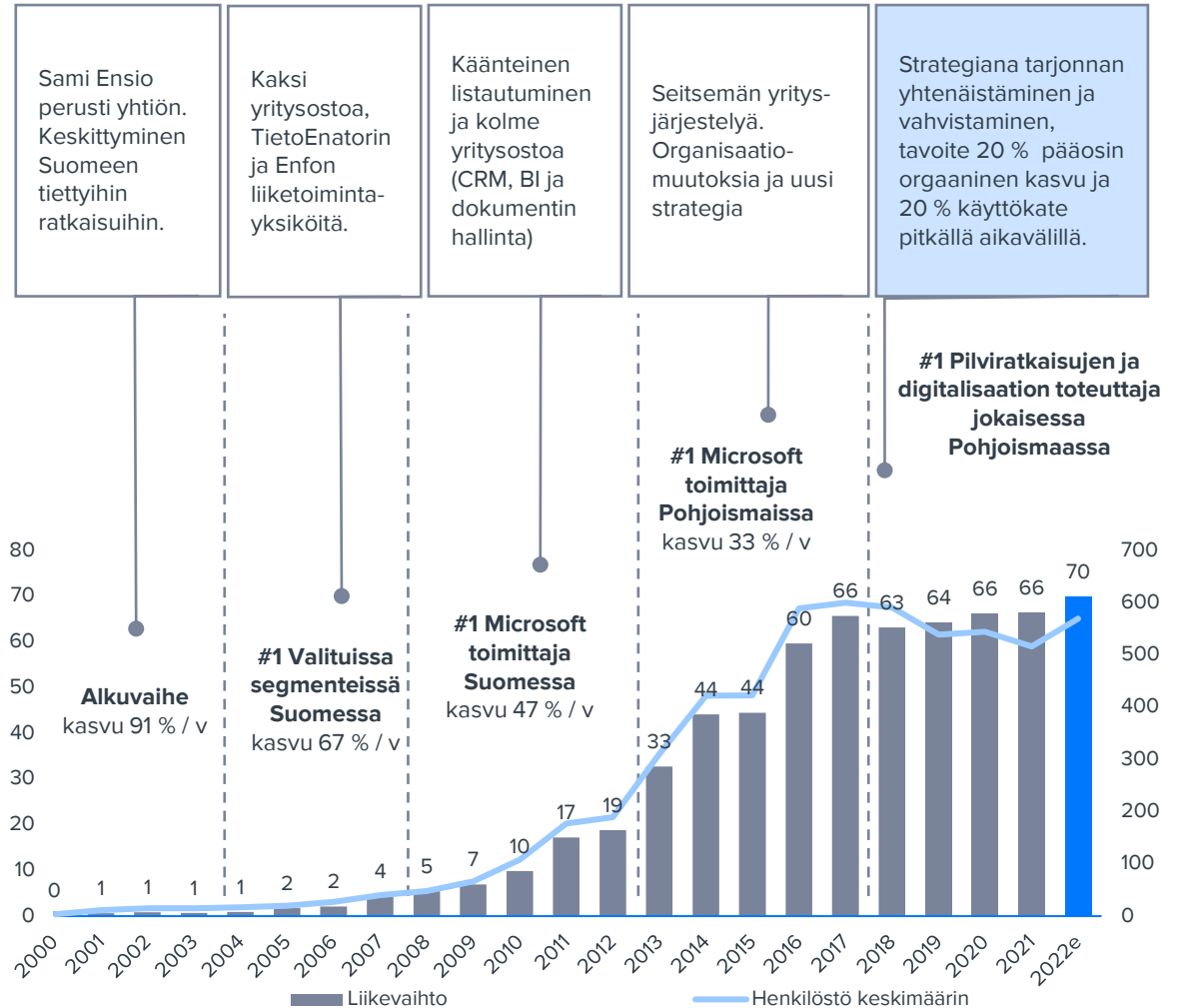
Maantieteellinen osuus liikevaihdosta

7,5 MEUR (11 % lv:sta)

Käyttökate (oik.) 2021

502 (-6 % vs. Q1'21)

Henkilöstö Q1'22:n lopussa



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 1/3

Yhtiökuvaus

Yrittäjävetoinen kasvuyhtiö

Vuonna 2000 perustettu Innofactor on yksi Pohjoismaiden johtavia Microsoft-ratkaisuihin keskittyneitä ohjelmistotoimittajia. Yhtiön liiketoiminta koostuu järjestelmäintegraattorina toimimisesta IT-projekteissa sekä omien ohjelmistotuotteiden ja -palveluiden kehittämisestä ja myynnistä. Yhtiössä työskentelee noin 550 henkilöä Suomessa, Ruotsissa, Tanskassa ja Norjassa Invenco-yritysoston jälkeen 6/2022.

Innofactorin nykyinen rakenne on syntynyt lukuisten yrityskauppojen seurauksena. Yhtiö listautui Helsingin pörssiin tekemällä käänteisen listautumisen hankkimalla Westend ICT:n osakekannan vuoden 2010 lopussa. Tämän jälkeen yhtiö on kasvanut nopeasti yrityskaupoin ja Lumagate-yrityskaupalla (2016) yhtiö sai tavoittelemansa kattavan pohjoismaisen alustan jatkolaajentumiselle. Operatiivisten haasteiden takia kansainvälinen kasvustrategiaan tuli kuoppa vuonna 2018. Käännös parempaan alkoi kuitenkin vuonna 2019 ja on jatkunut tasaisesti, etenkin Suomen liiketoimintojen vetämänä.

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

Läsnäolo kaikissa Pohjoismaissa

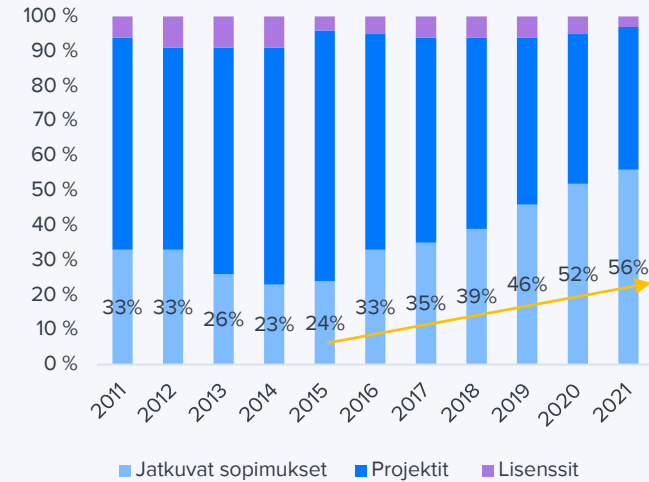
Innofactorin asiakkaina on yli 1000 yritystä, kolmannen sektorin ja julkishallinnon

organisaatiota Suomessa, Ruotsissa, Tanskassa ja Norjassa. Yhtiö avasi uuden toimipisteen Jyväskylään vuonna 2021 helpottamaan rekrytointia ja tukemaan kasvua. Kymmenen suurinta asiakasta toivat 28 % yhtiön liikevaihdosta vuonna 2021. Yhtiön liikevaihto kasvoi viime vuonna <1 % 66 MEUR:oon. Vuoden 2021 liikevaihdosta 43 % tuli yritysasiakkailta, 43 % julkishallinnosta ja 14 % kolmannelta sektorilta. Vuonna 2021 myyty Prime-liiketoiminta vaikuttaa osaltaan kolmannen sektorin osuuden laskuun.

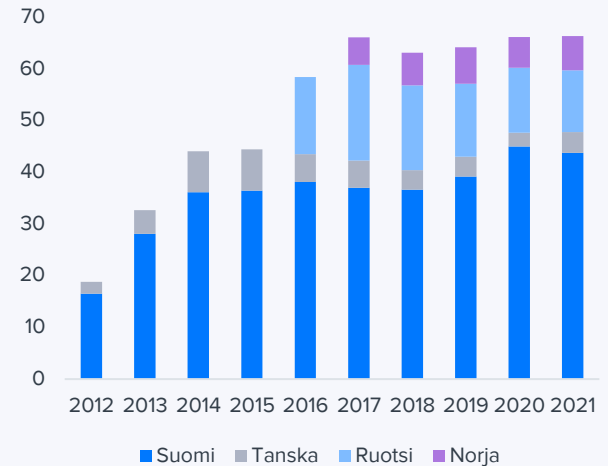
Maantieteellisesti yhtiö on historiassa laajentunut yritysostoin. Maantieteellisesti viime vuonna liikevaihdosta 66 % tuli Suomesta, 18 % Ruotsista, 10 % Norjasta ja 6 % Tanskasta.

Lukuisten yrityskauppojen jälkeen Innofactor lähti vuonna 2017 rakentamaan erityisesti yhtenäistä pohjoismaista palvelu- ja tuotetarjontaa sekä pohjoismaista organisaatiota. Yhtiö kohtasi kuitenkin lukuisia haasteita ja yrityskauppojen synergioiden sijaan operatiiviset riskit realisoituivat. Vuonna 2019 yhtiö onnistui kuitenkin käynnistämään ripeän tuloskäänteeseen. Nyt yhtiö on kehitysvaiheessa, jossa perustaa erityisesti ulkomailla laitetaan vielä kuntoon ennen vahvemmalle kasvuvaihteelle palaamista. Ymmärryksemme mukaan yhtiö haluaa vahvistaa ulkomaan toimintojen tarjontaa ja kokoluokkaa. Synergiat maiden välillä ovat arviomme mukaan vielä olleet suhteellisen pienet ja tätä halutaan myös parantaa jatkamalla yhtenäisen pohjoismaisen organisaation rakentamista. Yhtiö on viime vuosina yhtenäistänyt ja keskittänyt erityisesti hallintotehtäviä.

Liikevaihdon rakenne



Liikevaihto maantieteellisesti



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 2/3

Liiketoimintamalli

Microsoft-ekosysteemissä järjestelmäintegraattori

Liiketoimintamalliltaan Innofactor on IT-palveluyhtiö, joka toimittaa projekteina ja ylläpitää pääasiassa Microsoftin teknologioita. Lisäksi yhtiö on kehittänyt omia ohjelmistotuoteratkaisuja tukemaan palveluliiketoimintaa. Yhtiön tavoite pitkällä aikavälillä on panostaa liiketoiminnan skaalautuvuutta ja jatkuvuutta lisääviin tuotteistuksiin. Yhtiö on onnistunut lisäämään jatkuvan liikevaihdon osuutta selkeästi pitkällä aikavälillä.

Vuonna 2021 liikevaihdosta 41 % (2018: 55 %) tuli toimitusprojekteista ja konsultoinnista, 33 % (2018: 20 %) jatkuviin sopimuksiin perustuvasta asiantuntijatyöstä, 23 % (2018: 19 %) jatkuviin sopimuksiin perustuvasta palvelu- ja ohjelmistoylläpidosta (mm. Azure-pilvipalvelut) sekä 3 % (2018: 6 %) lisenssimyynnistä.

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

Innofactor kehittää myös omia ohjelmistotuotteita tukemaan pohjoismaista palveluliiketoimintaa. Microsoftin teknologioiden päälle rakennetut omat tuotteet tuovat kilpailuetua projektiliiketoimintaan ja lisäävät liiketoiminnan skaalautuvuutta. Suuri osa jatkuviin sopimuksiin perustuvasta palvelu- ja ohjelmistoylläpidosta on yhtiön omia tuotteita. Siten yhtiön omat tuotteet ja tuotteistetut palvelut tuovat tasaisen ja melko ison tulovirran jo nyt. Ohjelmistotuotteissa yhtiö hakee kasvua erityisesti Dynasty-tuotteesta ja ammattiyhdistys-ohjelmistosta. Lisäksi kasvua tukee Virtual Datacenter ja Azuren ympärillä olevien ratkaisujen ja palveluiden myynti, joita osittain myydään yhdessä. Omien tuotteiden osalta kasvupotentiaalia on erityisesti ulkomailla. Innofactor saikin kesäkuun alussa strategisesti tärkeän päänavauksen Ruotsissa, kun Suur-Tukholman palolaitos [valitsi](#) yhtiön Dynasty-tuotteen julkisessa kilpailutuksessa.

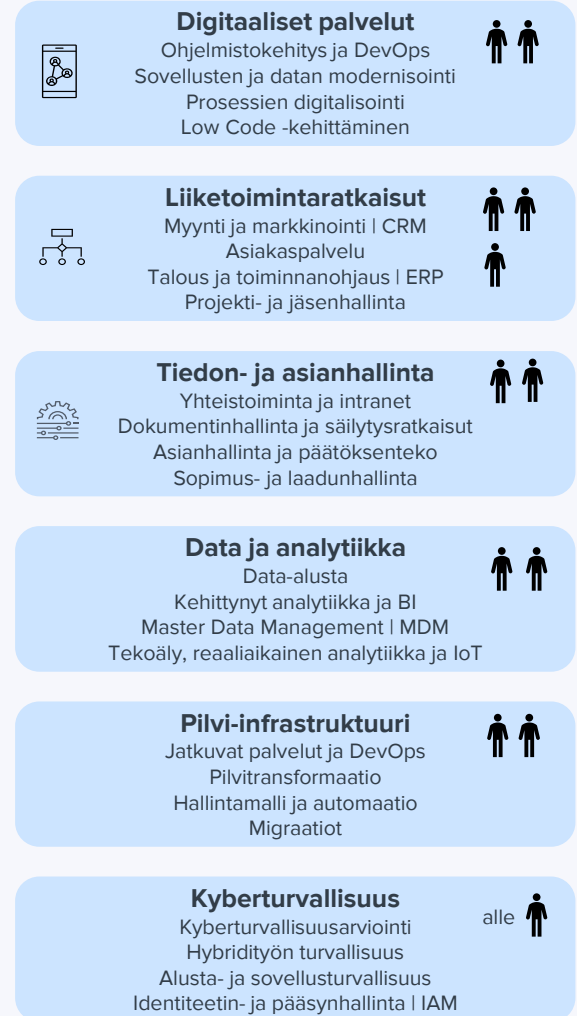
IT-palveluiden laaja tarjoama

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

Projektit ovat yleensä suhteellisen lyhyitä riippuen projektin koosta. Jatkuvat sopimukset taas ovat tyypillisesti aluksi kolmen vuoden sopimuksia, jonka jälkeen ne jatkuvat toistaiseksi voimassaolevina tyypillisesti yli 10 vuotta, sillä asiakkaan on vaikeaa ja



Liiketoiminta-alueet



Noin 50 osaaajaa

Kumppanit



Microsoft ja muut teknologia toimittajat

Toiminnot

Rekrytointi



Myynti



Konsultointi ja projektit



Jatkuvat palvelut ja tuki



Omat ohjelmistotuotteet ja tuotekehitys



Liiketoimintaidea

Johtava pilviratkaisujen ja digitalisaation toteuttaja

Pohjoismaissa

Moderni digitaalinen organisaatio

Henkilökohtaisempi digitaalinen asiakaskokemus



Turvallinen pilvialusta



INNOFACTOR®



Liiketoiminta-alueet

Digitaaliset palvelut



Liiketoimintaratkaisut



Tiedon- ja asianhallinta



Data ja analytiikka



Pilvi-infrastrukturi



Kyberturvallisuus



Alihankkijat, resurssivuokraajat

Korkeampi operatiivinen tuottavuus



Moderni työntekijäkokemus



Datalähtöinen liiketoiminta



Tavoitteet

- Innofactor ohjeistaa liikevaihdon ja käyttökateen kasvua vuonna 2022
- Pitkällä tähtäimellä tavoitteena noin 20 % kasvu ja 20 % käyttökatemarginaali

Kilpailu

accenture tieto **EVRY** CGI

IT-generalistit digia GOFORE SOLTEQ

LOIHDÉ siili_ SOFIGATE

Keskisuuret IT-markkinan toimijat futurice Reaktor VINCIT

Witted INNOFACTOR® BILOT SOLITA idean

Asiakassegmentit (2021)



Yritykset
43 %



Julkishallinto
43 %



66 %



18 %



Kolmas sektori
14 %



10 %



6 %

Kustannusrakenne

500 hlö (2021)
63 m€ (2021)



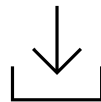
Henkilöstökulut
(68) %
kustannuksista



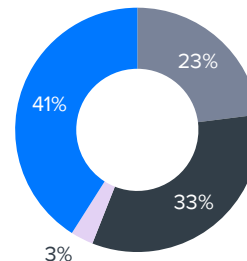
Alihankkijat ja ostot
(14 %)



Liiketoiminnan muut kulut
(10 %)

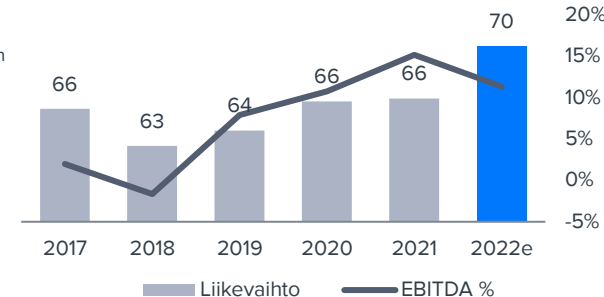


Poistot
(6 %)



Tulovirrat

Liikevaihto 66 m€ (2021)
Käyttökate (oik.) 8 m€ (2021)



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 3/3

kallista vaihtaa / kilpailuttaa ylläpitoa Innofactorin ratkaisuihin. Siten ylläpidossa ei ole vastaavaa kustannuspainetta kuin hyvin vakioituissa ICT-palveluissa. Asiakkuuden kannattavuus tyypillisesti paranee ajan mittaan.

Innofactor tarkensi viime syksynä tarjoamaa ja rakennetaan vastamaan paremmin nykyistä strategiaa. Innofactor tarjoama sisältää seuraavat liiketoiminta-alueet: Digitaaliset palvelut, Liiketoimintaratkaisut, Tiedon- ja asianhallinta, Data ja analytiikka, Pilvi-infrastruktuuri ja Kyberturvallisuus. Aikaisemmin yhtiöllä oli kolme liiketoimintayksikköä ja elokuussa julkistettu kyberturvayksikkö. Yhtiön tavoitteena on rekrytoida merkittävä määrä uusia osaajia perustettuihin uusiin liiketoimintayksiköihin. Yhtiö vahvisti kesäkuussa data ja analytiikka osaamista [Invenco-yritysostolla](#).

Omat tuotteet

Innofactorin strategian myötä omien ohjelmistoratkaisujen rooli kasvaa ja yhtiö pyrkii olemaan vahvemmin tuotteiden päälle rakennettu jatkuvien palveluiden talo. Innofactorin omien tuotteiden lisenssimyynnin osuus liikevaihdosta oli viime vuonna reilu 2 % ja merkittävä osa omasta tuotemyynnistä näkyy ylläpitoituotoissa (23 %). Omien ohjelmistotuotteiden myynti on hyvin skaalautuvaa liikevaihtoa. Innofactor käytti omien ohjelmistotuotteiden tuotekehitykseen viime vuonna 3,5 MEUR, joka vastaa 5 % liikevaihdosta (2020: 3,6 MEUR ja 5 %). Yhtiö ei aktivoi tuotekehitysinvestointeja taseeseen vaan ne kirjataan kuluina tuloslaskelmassa.

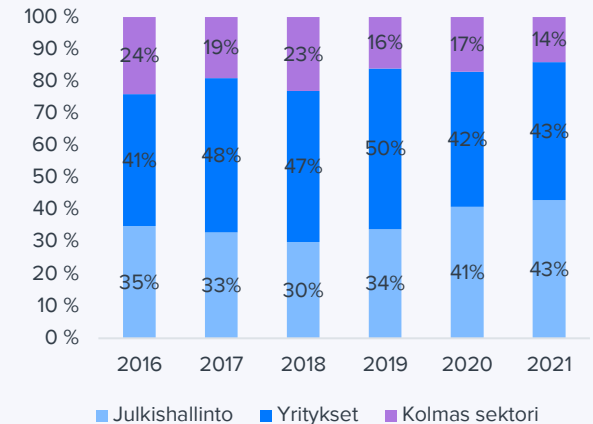
Käsityksemme mukaan etenkin Dynasty-tuotetta on viime vuosina uudistettu ja sen kysyntä on vahvaa ja kannattavuus hyvä. Tuotetta myydään tällä hetkellä lähinnä Suomessa, mutta Innofactor tekee toimenpiteitä laajentaakseen tuotteen myyntiä myös Ruotsiin, mistä Suur-Tukholman palolaitos on tärkeä päänavaus.

Dynasty tuotteen T&K:n, myynnin ja toteutuksen parissa työskentelee noin 50 henkilöä. Käsityksemme mukaan Dynasty-tuote voisi itsenäisenä olla kohtuullisen suuri osa Innofactorin markkina-arvosta, mutta arvo on nähdäksemme piilossa konsernin sisällä ja sen tarkemman arvon haarukoiminen on hyvin haastavaa, koska sijoittajilla ei ole näkyvyyttä tarkemmin sen kannattavuuteen ja kehitykseen.

Innofactor on aikaisemmin kertonut odottavansa tuotekehityskustannusten nousevan pidemmällä aikavälillä jopa lähelle historiallista 10 % tasoa yhtiön panostaessa yhä enemmän omiin ohjelmistoihin. Lähivuosina odotamme kuitenkin tuotekehityskulujen olevan edellisten vuosien tasoilla yhtiön keskittyessä kasvun ja kannattavuuden ulosmittaamiseen nykyisellä tarjoamalla.

Kolmansien osapuolten lisenssien osuus Innofactorin myynnistä oli viime vuonna noin 3 % (2020: 5 %). Kolmansien osapuolten (käytännössä Microsoft) lisenssien jälleenmyynnissä kate on arviomme mukaan keskimäärin noin 20 % tuntumassa, mutta jälleenmyynnin katteissa on voimakkaita laskupaineita koko sektorilla.

Liikevaihdon rakenne



Liiketoimintamallin riskiprofiili

Arvio Innofactorin liiketoiminnan kokonaisriskitasosta



IT-palvelumarkkina 1/7

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.

IT-palvelumarkkinan määritelmään kuuluvia osaluueita 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.

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.

Markkinan pitkän aikavälin kasvunäkymät

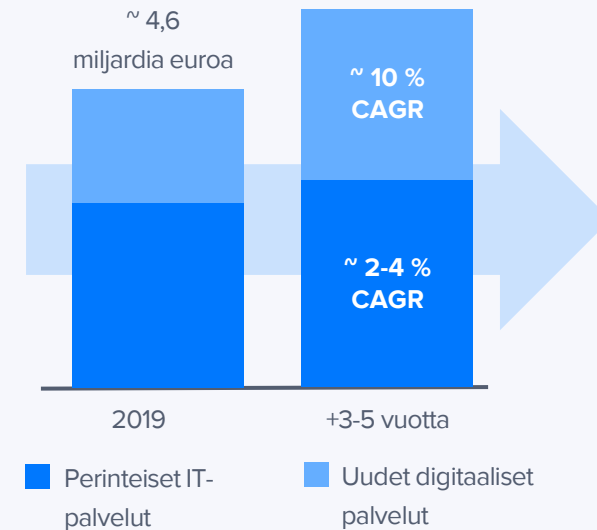
Yhteiskunnan digitalisoituminen edellyttää toteutuakseen valtavan määrän käsipareja rakentamaan, integroimaan ja ylläpitämään uusia sovelluksia, minkä takia IT-konsulttiyhtiöiden pitkän aikavälin kysyntäfundamentit ovat vahvoja.

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

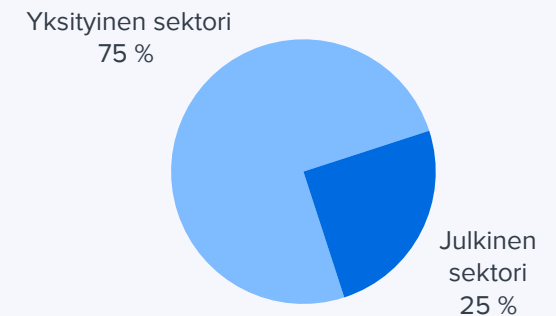
Suomen IT-markkina, 2019, miljardia euroa



Suomen markkina ja kasvukuva



Markkinan jakauma ostajaryhmittäin, 2019, % markkinasta



IT-palvelumarkkina 2/7

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 Vinci), jotka ovat profiloituneet tarjoamiltaan uusien digipalveluiden kehittäjiksi. Perinteiset toimijat olivat aluksi hitaita mukauttamaan tarjoamiansa ja kulttuureitaan vastaamaan paremmin markkinan muuttuvaa ostokäyttäytymistä ja palvelualueiden kysyntää.

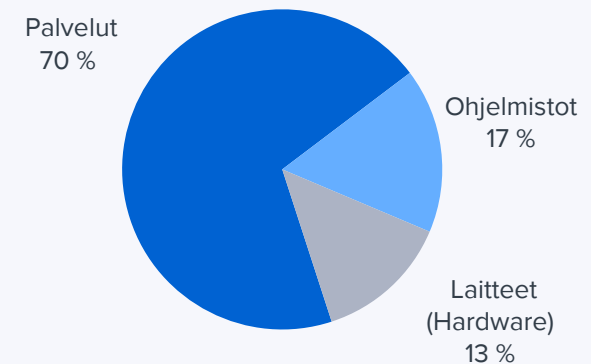
IT-palvelumarkkinan muutosta 2010-luvulla voidaan havainnollistaa yksinkertaistettuna jakamalla markkina voimakkaasti kasvaneisiin uusiin digitaalisiin palveluihin sekä hiipuvaan perinteiseen tietojärjestelmäkehitykseen. Markkinan kahtiajako on nyt kuitenkin

muuttumassa epärelevantiksi, sillä uusia digitaalisia palveluita ei voida käsitellä liiketoiminnan ydinjärjestelmistä erillisenä.

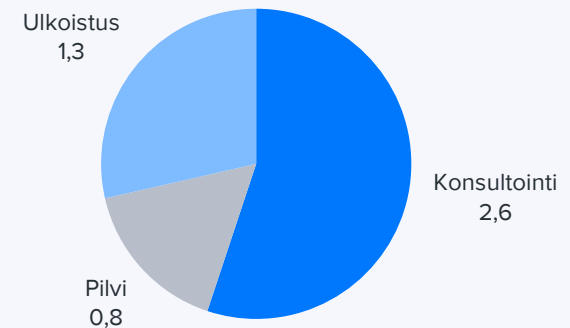
Selkeänä trendinä markkinalla onkin viime vuosina ollut IT-ostamisen vakavoituminen, kun asiakasorganisaatioissa on havaittu, että oikotietä digitalisaatioon ei pystytä hankkimaan ostamalla digisovelluksia tietohallinto ohittaen. Organisaatioiden vakiintuneet tietojärjestelmät eivät katoa, vaan niitä 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 osaajahankinnalla 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 3/7

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), Bilot sekä erityisesti IT-generalistit kuten Tietoevry ja CGI. Tällä alueella markkinan kasvu on ollut hidasta ja ominaista on korkea alalle tulon kynnyks.

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.

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

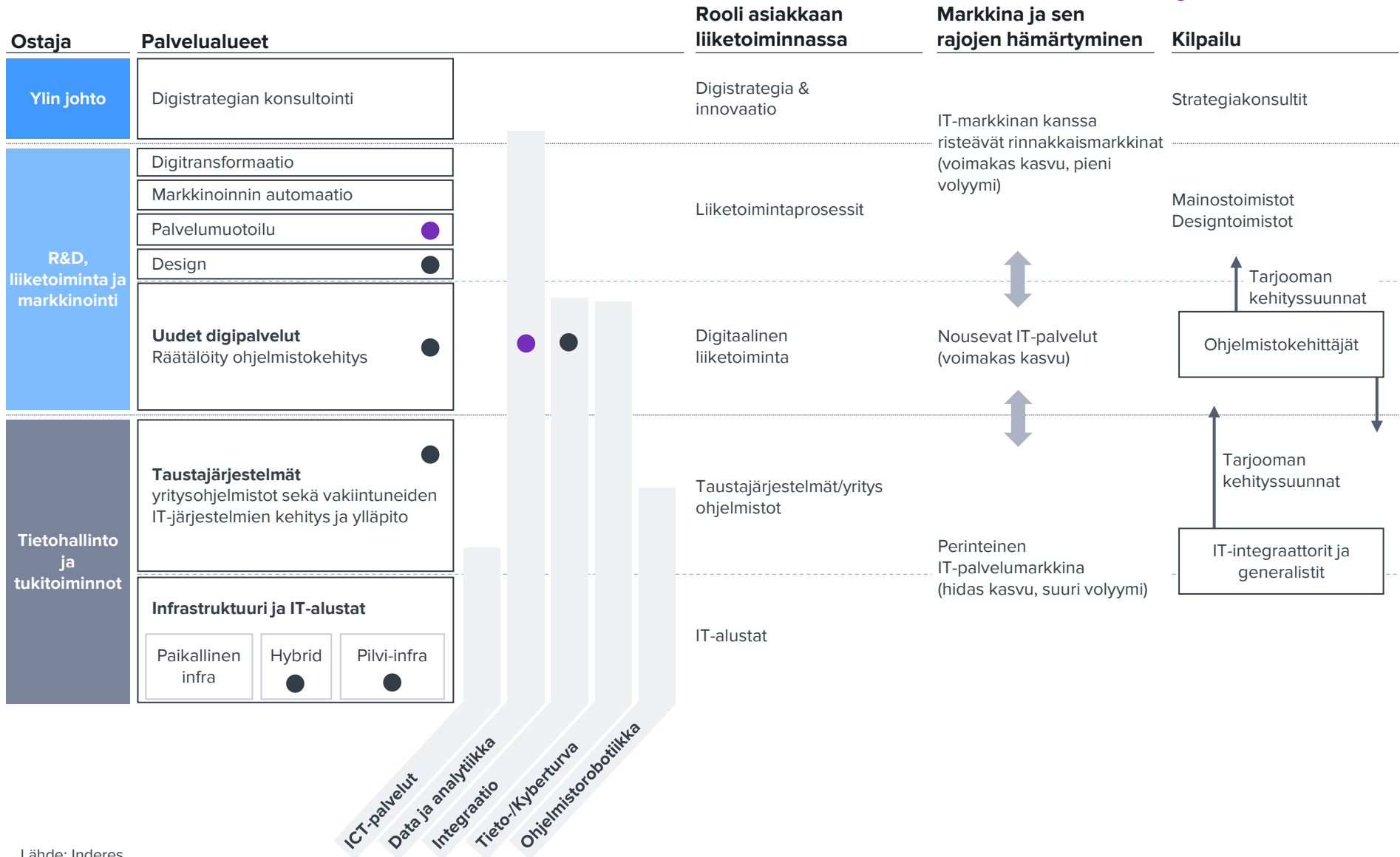
IT-markkinan kovin kysyntä on jo vuosia ollut uusien digitaalisten palveluiden kehittämisessä sekä luonteeltaan vielä melko kokeilevassa ohjelmistokehityksessä. Näkemyksemme mukaan markkinalla ollaan kuitenkin siirrytty viime vuosina vaiheeseen, jossa uusia digitaalisia palveluita ja nyt erityisesti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

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

IT-palvelumarkkinan jakautuminen

Innofactorin tarjonta

- Ydinsaamisalue
- Osaamisalue



IT-palvelumarkkina 4/7

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

Trendit organisaatioiden IT-ostamisessa

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

Data ja analytiikka on nousemassa yhdeksi markkinan kuumimmista trendeistä sektorin kommenttien perusteella. Datasta on tulossa yhä useammalla toimialalla strateginen kilpailutekijä ja edellytys tulevaisuuden tekoälyratkaisuille. Muun muassa Tietoevry ja Digia ovat nostaneet datan keskeiseksi osaksi strategioissaan. Haasteena asiakkailta on yhdistää data siiloutuneesta tietohallinnosta läpi koko organisaation markkinointiin ja liiketoimintajohtoon. Voittajia ovat IT-yhtiöt, joilla on yhdistettynä analytiikan, koneoppimisen ja liiketoiminnan ymmärrystä. Innofactor vahvisti juuri kyseistä osaamista yritysostolla.

Tietoturva on vielä tällä hetkellä suhteellisen pieni osa IT-palvelutoimittajien tarjoamisessa, mutta se on datan tavoin nousemassa yhä vahvemmaksi kilpailu- ja hygieniatekijäksi. Ostajat keskittyvät yhä enemmän tietoturvaan ja tämän osaamisen puuttuminen on toimittajalle selkeä maineriski. Geopoliittinen tilanne on entisestään lisännyt kysyntää. Useat sektorin yhtiöt rakentavat ja vahvistavat parhaillaan kyseistä kyvykkyyttä. Innofactor on myöskin panostanut tietoturvaan ja

perusti H1'21:llä yksikön, johon se on onnistunut rekrytoimaan lupaavasti.

Automaatio on myös nousemassa palvelualueena tärkeämpään rooliin. Automaatio mahdollistaa tuottavuuden parantamisen, joustavuuden, skaalautuvuuden ja paremman laadun sekä asiakaskokemuksen ilman suuria ja kalliita järjestelmähankkeita. Sektorin yhtiöt ovat kehittäneet tai hankkineet kyseistä osaamista ja Digital Workforce on erityisesti erikoistunut ohjelmistorobotiikka hyödyntävään automaatioon.

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

Suuria, monivuotisia korkean riskin ERP-käyttöönottoprojekteja (SAP, Oracle, IBM) ei enää tehdä ja tämän markkinan luonne muuttuu. Vakiintuneet toiminnanohjausjärjestelmät eivät poistu asiakkailta, mutta ne jäävät ylläpitotilaan olemassa olevien IT-toimittajien hoitoon ja niitä viedään pilveen. Toiminnanohjausjärjestelmien modernisointiin investoidaan, jotta ne eivät olisi pullonkaulana digitalisaatiohankkeille. Häviäjiä ovat olleet suurista projekteista riippuvaiset generalistit. Hyötyjiä ovat usein 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 ohjelmistotuotantoon, kyky hallita useiden eri toimittajien palveluita sekä kyvykkyydet jatkuvien palveluiden tuottamiseen.

Liiketoimintälähtöisen 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 asiakkailta hämärtyy ja siirtyy CIO-roolista yhä enemmän liiketoimintajohtajien ja markkinoinnin rooliin. Hyötyjiä ovat asiakkaan liiketoimintaa ja toimialaa ymmärtävät toimijat.

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

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

IT-palvelumarkkina 5/7

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

siirtyä pilveen ja ohjelmistotalot pyrkivät saamaan haltuunsa suurempaa osaa arvoketjusta SaaS-malleihin siirryttäessä. Ohjelmistojen jälleenmyyntien lisenssikomissiot ovatkin kutistuneet viime vuosina. Häviäjiä ovat lisenssien jälleenmyynnistä riippuvaiset toimijat. Hyötyjiä ovat asiakkaat.

Asiakkaiden organisaatioiden siiloutuminen tulee olemaan IT-yhtiöiden myynnin haasteena. IT:n ostajana on tietohallinnon ohella yhä useammin markkinointi tai tuotekehitys, mutta digitaalisen liiketoiminnan rakentaminen vaatii näiden alueiden yhteispeliä ja kykyä hallita kokonaisuutta. Voittajia ovat kokonaisuuksia hallitsevat toimijat, jotka osaavat puhutella myös asiakkaan liiketoimintajohtoa ja markkinointia.

Halvimpien offshore-resurssien merkitys kilpailutekijänä heikentyy edelleen, sillä uusia digitaalisia palveluita on vaikea toteuttaa luotettavasti, riittävän nopeasti ja kustannustehokkaasti toisella mantereella sijaitsevilla offshore-resursseilla. Ohjelmistorobotiikka heikentää edulliseen työvoimaan pohjautuvaa kilpailuetua entisestään. Nämä trendit palauttavat IT-osaamisen

kustannuskilpailuetua Aasiasta Eurooppaan. Häviäjiä ovat toimijat, joiden kilpailukyky on perustunut puhtaasti offshoren kustannustehokkuuteen. Hyötyjiä ovat toimijat, jotka pystyvät yhdistämään paikallisen läsnäolon lähellä asiakasta sekä saavuttamaan riittävän kustannustehokkuuden hyödyntämällä nearshore- ja/tai offshore-resursseja oikeassa suhteessa. Lisäksi voittajia ovat ohjelmistorobotiikan osaajat.

Osaajapula, palkkainflaatio ja asiakashinnat ovat pähkinä ratkottavaksi sektorilla

Näkemyksemme mukaan osaajapula ja asiakashintoja voimakkaampi palkkainflaatio on yksi sektorin keskipitkän ja pitkän aikavälin keskeisiä haasteita, johon tulisi löytää ratkaisu. Tehokkuutta jatkuvasti parantamalla tämän yhtiön ratkominen käy ajan myötä yhä haastavammaksi.

Osaajamarkkina on kroonisesti haastavassa tilanteessa ja sen sisällä etenkin korkeamman kokemustason päässä on arviomme mukaan kyettävä erottautumaan lähtökohtaisesti muilla kuin palkkatasoon liittyvillä tekijöillä. Tällaisina tekijöinä pidämme muun muassa mielenkiintoisia asiakasprojekteja ja oman urakehityksen kannalta hyvää työympäristöä. Osaajapulan myötä on myös tärkeää, että nykyisistä osaajista kyetään pitämään kiinni ja henkilöstön vaihtuvuus minimoimaan. Osaajapulaa ollaan viime vuosina sektorilla ratkottu lisäämällä ja rakentamalla omia alihankintaverkostoja.

Palkkainflaatio on eri yhtiöiden kanssa käymiemme keskusteluiden perusteella ollut viime vuosina 2-5

% välillä osaamispainotuksesta riippuen. Tietoevry arvioi palkkainflaation olevan keskimäärin 4 % (päivittyi Q1-raportissa ja aik. 3 %) vuonna 2022, mikä on sektorin muita kommentteja matalampi. Tällä hetkellä mikään ei viittaa palkkainflaation hidastumiseen. Osittain tätä pyritään hillitsemään maantieteellisesti halvempaa työvoimaa käyttäen, mikä ei kuitenkaan pitkällä tähtäimellä ole täysin kestävä ratkaisu ongelmaan.

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. Näin asiakaspainopisteen muutos voi onnistuessaan olla yksi asiakashintojen nousun ajuri.

Lyhyellä ja keskipitkällä aikavälillä junioriresurssien laajempi käyttö ratkaisisi osaajapulaa, helpottaisi palkkainflaatiota ja lisäisi tehokkuutta. Nearshore-tekemisen laajempi käyttö ratkaisisi lyhyellä tähtäimellä 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.

IT-palvelumarkkina 6/7

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 muualla 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 muutoskyvykkyys nousee avainrooliin. Tässä uudistumisharjoituksessa epäonnistuminen vaikuttaisi suoraan nykyisiin asiakassuhteisiin, uusien asiakkaiden hankkimiseen, suhteelliseen kilpailuasemaan ja siten pidemmän aikavälin arvonluontikykyyn. Näkemyksemme mukaan IT-palvelumarkkinan kestävä kilpailukyky 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, kyky johtaa laajoja IT-hankkeita sekä skaalata toimintaa vahvan alihankkijaverkoston kautta. Alihankkijan roolissa olevat pienet toimijat, jotka ovat pääasiassa keskittyneet asiakkaitaan enemmän osaajakilpailuun, ovat heikoilla makromarkkinan heikentyessä.

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

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

Datasta 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.

Kilpailukykyyn lähteet markkinalla

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

Lisäarvo markkinalla

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

IT-palvelumarkkina 7/7

Yrityskaupat ja konsolidaatio sektorilla jatkuu

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

Issosa 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 laajentamisen 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 matalan korkotason myötä todella hyvä vaihtoehto, mikä 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.

Selkeitä osaamisalueita, joita on viime vuosina hankittu tarjoaman vahvistamiseksi ovat neuvonanto, transformaatiojohtaminen sekä data ja analytiikka. Toki järjestelyjä on tehty myös toimituskapasiteetin takia.

Tarkastelimme marraskuussa IT-palveluyhtiöitä ja niiden kiinnostusta yritysjärjestelyihin, tarvetta järjestelyille, taseen tarjoamia mahdollisuuksia ja yhtiön kiinnostavuutta ostokohteena. Alla olevat arviot ovat meidän arvioitamme ja kommentti kokonaisuudessaan luettavissa [tästä](#). Olemme lisänneet Wittedin ja Digital Workforcen tähän kevään aikana.

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

1=matalin, 5=korkein.

*Tilanne listautumisen onnistuessa

Lähde: Inderes arvio

Sektorin yrityskauppoja pohjoismaissa

Päivämäärä	Ostaja	Kohde	Liikevaihto MEUR	EBITDA MEUR	EBITDA-%	Henkilöstö	EV MEUR	EV/Sales	EV/EBITDA
06/22	Innofactor	Invenco Oy	6	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			25			
04/22	Diga	MOST Digital	3	0,0	0 %	34			
01/22	Gofore	Devecto	11	2,0	19 %	130	21-26	2,0x-2,4x	10x-13x
01/22	Solteq	Energy Solutions Oy	2,2	0,3	~15 %	>20	4,5	2x	15x
11/21	Norvestor	Pinja	40			450			
11/21	HiQ	Lamia	8,3	2,7	33 %	90			
10/21	NetCompany	Intrasoft International S.A.	197	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			30			
05/21	Eficode	Becom (SUL)	10	1,5	15 %	58	10	1,0x	6,7x
05/21	Loihde (ent. Viria)	Talent Base Oy	7	1,1	15 %	58	10	1,4x	6,7x
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 kaasuu -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			490			
12/20	Digia	Climber (SE, FI, DK, NED)	14	0,7	5 %	77	8-14	0,6x-1,0x	12x-20x
12/20	Siili	Supercharge (Unkari)	9	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 (Protacon)	PiiMega							
11/19	Solita	Ferrologic	13,1			100			
11/19	Fellowmind	eCraft ja Orango							
06/19	Tieto	Evry	1290	180	14 %	9400		1,4x	9x
06/19	Digia	Accountor Enterprise Solutions	12,7	0,8		114	9,0	0,7x	6x
05/19	Eficode	Praqma (SE, NO, DK)	5,5			46			
03/19	Nixu	Ezenta (DK)	8,8					0,7x-0,9x	
03/19	Nixu	Vesper Group (SE)	2					1,0	
03/19	CGI (tarjous)	Acando (SE ja 2018 tot. luvut)	280	28	10 %	2100	410	1,5x	14,6x
02/19	Digia	Starcut	~1,5		~5 %	19			
02/19	Gofore	Silver Planet	7,2	1,8	0,3	40	10,8	1,5x	6,0x
01/19	eCraft	Evry (Fi - Dynamics toiminnot)				40			

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.

Innofactorin kilpailijat

Innofactorin kilpailijoita ovat suuret, usein kansainväliset IT-generalistit, keskiuuret IT-palveluyhtiöt sekä tiettyihin ratkaisuihin erikoistuneet pienet toimijat. Generalisteista esimerkkinä voidaan mainita TietoEVRY, CGI, Capgemini, Fujitsu ja Accenture (Avanade). Keskiuureista IT-palveluyhtiöistä kilpailijoina voidaan mainita Digia, eCraft, HiQ ja KnowIT. Selkeitä yksittäisiä pääkilpailijoita on kuitenkin vaikea osoittaa kentän pirstaleisuuden vuoksi ja Innofactorin Microsoft-erikoistumisesta johtuen. Yksittäisistä yhtiöistä Innofactor kohtaa useimmiten TietoEVRYn tarjouskilpailuissa. Pienet ohjelmistokehittäjät (kuten Vincit, Reaktor ja Futurice) toimivat pääosin eri markkinassa ja näin

ollen Innofactor kohtaa niitä harvoin kilpailussa, mutta Siilin kanssa yhtiö on digitaalisen asiakaskokemuksen alueella joissain samoissa kilpailutuksissa. Julkishallinnon puolella yhtiö kohtaa kilpailussa Goforea, joka on avoimeen lähdekoodiin perustuvalla strategialla menestynyt hyvin julkisella sektorilla. Microsoftin erppätkäisissä Suomessa ovat Innofactorin lisäksi vahvoilla myös Digia ja eCraft. Microsoftin pilvipohjaisissa ratkaisuisissa ja etenkin Office365-alueella yhtiön kilpailija on nopeasti kasvanut Sulava.

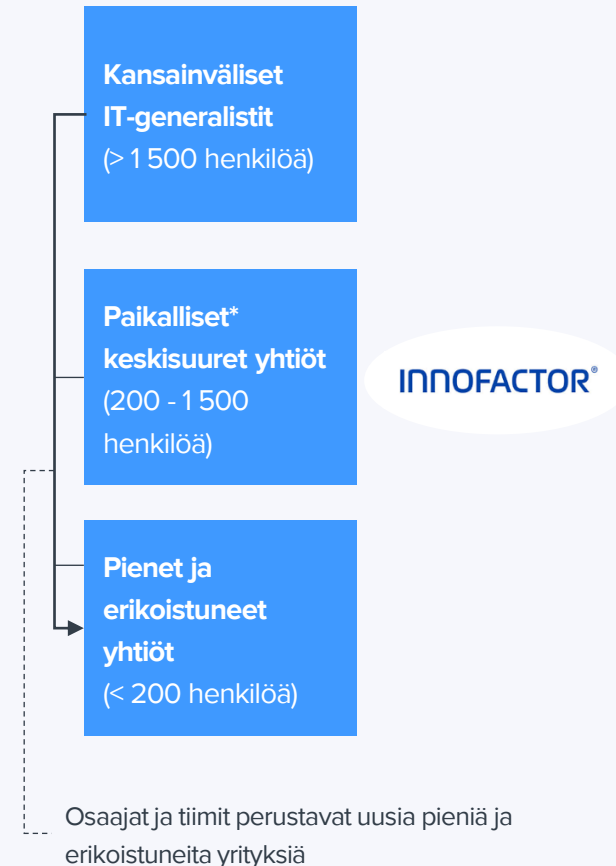
Innofactor erottuu suurimmista kilpailijoista ketteryydellä, palvelulla, tuotteistetulla tarjoamalla, paikallisella osaamisella sekä osaamisella Microsoft-ratkaisuisissa. Asiakasorganisaatiot harvoin haluavat ostaa merkittävästi itseään suuremmilta toimijoilta, jolloin yhtiöllä on keskiuurissa asiakkaissa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

Suurien skaalaa vastaan taistellaan eri keinoin

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



Kilpailukentän dynamiikka



*Keskiuureista yhtiöistä löytyy myös kansainvälisiä tai kansainvälistyviä yhtiöitä

Lähde: Inderes

Kilpailukenttä 2/5

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.

Pienet yhtiöt tarvitsevat ketteryuden rinnalle yleensä jonkin terävän osaamiskärjen ollakseen kilpailukykyisiä suuria generalisteja vastaan. 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 ja pienet toimittajat 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.



Innofactorin kilpailutekijät

Vahvistavat tekijät

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

Heikentävät tekijät

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

Kilpailukenttä 3/5

Vertailuryhmän kasvu ja kannattavuus

Tarkastelemme sivun 32 kuviossa listattujen sekä listaamattomien suomalaisten ja muiden Pohjoismaisten IT-palveluyhtiöiden kasvua ja kannattavuutta. Vertailussa on mukana lisäksi joitain Yhdysvaltalaisia alan toimijoita, jotka toimivat globaalisti ja joilla on merkittävä rooli Euroopan markkinalla sekä Iso-Britannialainen Kainos.

Vertailuryhmän kasvu vuositason 2017-2021 on ollut keskimäärin noin 20 %, mitä selittää markkinan kasvu, monien pienten toimijoiden nopea orgaaninen kasvu sekä useiden toimijoiden yrityskaupat. Voimakkaimmin kasvaneet yhtiöt ovat laajentuneet niin yritysostoin kuin myös orgaanisesti. Vahvoja orgaanisia kasvavia ovat olleet mm. Eficode, Witted, Sulava, Siili, Vincit, Futurice, Gofore, Reaktor, Netcompany sekä viime vuosina myös Digia. Hitaimmin ovat kasvaneet suuremmat toimijat, jotka ovat kärsineet markkinan murroksesta (kuten Tietoevry, CGI, Know-IT).

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

haastavammaksi, mikä on näkynyt vuosina 2019-2021 orgaanisen kasvuvauhdin hidastumisena. Selkeä erottuva yhtiö on tanskalainen Netcompany, joka yli 3 500 osaaajasta huolimatta pystyy kasvamaan palveluliiketoiminnassa orgaanisesti ~20 % vuosivauhtia ja tekemään 27 % EBITDA-marginaalia.

Kannattavuuden osalta vertailujoukon keskiarvo on 12 % käyttökatteella (EBITDA-%) mitattuna vuositason 2017-2021 (2016-2020 12 %). Yhtiöt ovat keskimäärin kannattavuudeltaan terveellä tasolla. IFRS-16-muutos nosti IFRS-kirjanpidossa olleiden yhtiöiden käyttökatemarginaaleja 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 muutamat toimijat ylitse muiden. Tähtipelaajien lokeroon asettuvat suomalaisista yhtiöistä Gofore, Solita, Sofigate, Netum ja Reaktor sekä tanskalainen Netcompany, isobritannialainen Kainos, ruotsalainen Enea 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
- Yritysostot

Lyhyt aikaväli

- Asiakashintojen nousu
- Rekrytointi – työntekijäimago, matala vaihtuvuus
- Tehokkuuden parantaminen laskutusasteiden ja/tai prosessitehokkuuden myötä
- Alihankinnan kasvattaminen
- Yritysostot, vaikka markkinan kuumuus osin potentiaalia rajoittaakin



Kannattavuusajurit

Lyhyt aikaväli

- Laskutusasteet
- Tehokkuuden parantaminen
- Palkkainflaation hillitseminen
- Vaihtuvuuden hallitseminen
- Koronan myötä uudet toimintatavat ja sen myötä pysyvästi laskenut kiinteiden kulujen tehokkuus ja matkustuskulujen todennäköinen lasku

Kilpailukenttä 4/5

Kilpailijoiden taloudellinen kehitys

Liike-
vaihdon
kasvu,
2017-2021,
CAGR %



Lähde: Inderes, yhtiöt

*vuodet 2016-2020

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

***Vuodet 2018-2021

^Käyttökate-% -10,7 % ja ^^kasvu 102 %

Luvut sisältävät IFRS 16 -muutoksen vuodesta 2019 lähtien



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

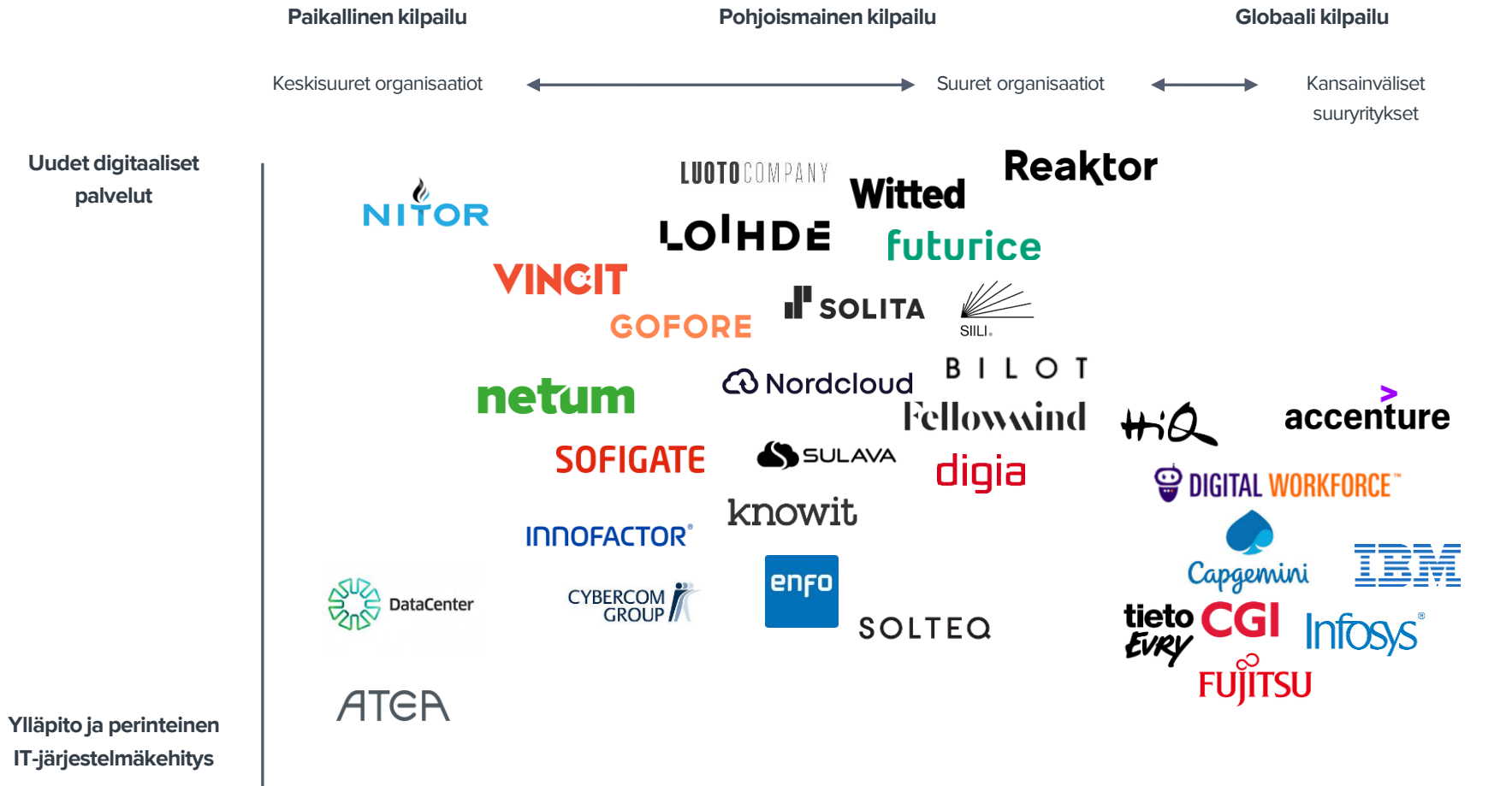
- Yhtiöitä, joiden asiakkailla korkeat vaihdon kustannukset esimerkiksi räätälöityjen ohjelmistoratkaisuiden myötä
- Kannattavuutta optimoitu osin kasvun kustannuksella

Käänneyhtiöt

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

Kilpailukenttä 5/5

Suomen markkinarakenne asiakaskoon ja palvelualuekohtaisen asemoitumisen perusteella



Microsoft-ratkaisut IT-markkinassa

Microsoftin asema IT-markkinassa on vahva

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

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

Microsoftin näkemyksen mukaan koronan puhkeaminen on vauhdittanut digitaalista transformaatiota ja tämä on lisännyt pilvipalveluiden käyttöä ja kysyntää. Etätyö ja etäoppiminen, myynti ja asiakaspalvelu, kriittinen pilvi-infrastruktuuri ja turvallisuus on tehnyt vahvan harppauksen koronan pakottamana. Microsoftin tuotteista erityisesti verkkokokouspalvelu Teamsin käytön voidaan olettaa kasvaneen voimakkaasti. Innofactor on kehittänyt Microsoftin Teams-tuotteen rinnalle oman TeamsMate-ratkaisun, joka helpottaa tuotteen käyttöä ja hallintaa organisaatioissa. TeamsMaten liikevaihdon kehitys on vielä

toistaiseksi ollut maltillista, mutta yhtiö näkee siinä yhä tulevaisuuden potentiaalia.

Innofactorin näkökulmasta Azure, Office 365 ja Dynamics 365 ovat tällä hetkellä Microsoftin kärkituotteita. Kärkituotteista Azure on edelleen tärkein, mutta myös pilvipohjainen Dynamics 365 –tuotealueen kasvu on kiihtynyt.

Innofactor uskoo myös Microsoftin voimakkaiden tuotekehityspanostusten turvaavan sen tuotteiden kilpailukykyä pitkällä aikavälillä. Microsoft on käyttänyt tuotekehitykseen 10-21 miljardia dollaria vuosittain tilikausilla 2012-2021. Tuotekehityspanostusten taso on huomattavasti korkeampi kuin pääkilpailijoilla. Microsoft on toimitusjohtajansa Satay Nadellan johdolla siirtänyt fokustaan erityisesti digitransformaatioon, pilvialustoihin ja datalähtöiseen liiketoimintaan sekä ratkaisuihin, jotka ovat enemmän yhteensopivia kilpailijoiden ratkaisujen kanssa. Vuoden 2021 T&K-kuluja kasvatti (8 % ja 21 miljardia dollaria) investoinnit pilvipalveluihin. Microsoftin keskeisimpiä kilpailijoita eri yritysratkaisujen tuotealueilla ovat muun muassa IBM, Oracle, HewlettPackard, SAP (ERP), Amazon (pilvipalveluissa), Google ja Salesforce (CRM).

Microsoft on kärsinyt viimeisen vuosikymmenen aikana PC-myyntin heikkoudesta, mutta yhtiön kehitys on ollut hyvää tarkasteltaessa Innofactorin kannalta keskeisiä yritysratkaisujen alueita. Erityisesti Commercial cloud -pilviratkaisujen raportointialueella (mm. Office 365, Windows Azure Dynamics CRM) kasvu on ollut vahvaa ja Microsoftin pilviratkaisujen annualisoitu liikevaihto Q3'22:lla oli jo lähes 80 miljardia euroa verrattuna edellisen vuoden

vastaavan ajanjakson 60 miljardiin euroon ja sitä edeltävään 53 miljardiin. Tuotetasolla Azure kasvoi 46 % (50 %), yrityspuolen Office 365 17 % (22 %), Dynamics 365 -tuote 35 % (45 %) ja LinkedIn kasvoi 34 % (25 %) Q3'22:lla.

Kasvu- %	15	16	17	18	19	20	21	Q3'22
Office Commercial tuote & pilvipalvelu	-1 %	1 %	7 %	11 %	13 %	12 %	13 %	12 %
Server tuote & pilvipalvelu	9 %	5 %	14 %	21 %	25 %	27 %	27 %	29 %
Dynamics tuote & pilvipalvelu	12 %	6 %	5 %	13 %	15 %	14 %	25 %	22 %
Commercial cloud - liikevaihto	106 %	51 %	50 %	56 %	43 %	36 %	34 %	32 %
Office 365 Commercial*	74 %	45 %	31 %	41 %	33 %	24 %	22 %	17 %

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

Ohjelmistoratkaisujen siirtyessä pilveen on pilviratkaisuissa menestyminen keskeistä Microsoftin kilpailukykyyn kannalta. Markkinatutkimusyhtiö Gartnerin eri pilvimurroksen osa-alueiden (BI, IaaS ja CRM) Magic Quadrant -raporteissa Microsoft sijoittuu ainoana toimijana jokaisessa vertailussa edelleen Leaders-lokeroon. Asemointi on isossa kuvassa edellisvuoden tasolla kaikissa neliöissä. Gartnerin mukaan pilvi-infrastruktuurin markkina on voimakkaasta kasvustaan huolimatta edelleen hyvin vahvasti keskittymässä muutaman toimijan käsiin, jotka ovat järjestyksessä AWS, Microsoft ja Google. Pilvi-infrastruktuurin markkinaneliössä Microsoftin asema on hieman vahvistunut. BI-alustojen kärjessä on edelleen Microsoft ja Salesforce (Tableau), vaikka näiden ero on kaventunut. Lisäksi useampi kilpailija kirii perästä. CRM-raportin kärjessä on edelleen Salesforce, jonka perässä tulee useampi haastaja, mukaan lukien hieman vahvistunut Microsoft.

Microsoftin kilpailuasema

Gartnerin Magic Quadrant for Business Intelligence Platforms



Lähde: Gartner (tammikuu 2022)

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



Lähde: Gartner (heinäkuu 2021)

Gartnerin Magic Quadrant for the CRM Customer Engagement Center



Lähde: Gartner (toukokuu 2021)

Strategia 1/3

Pohjoismainen Microsoft-osaaja

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

Uusi strategia tukemaan vahvemmin kasvua

Innofactor uudisti viime syksynä strategiansa tukemaan entistä vahvemmin kasvua. Strategiatyössä yhtiö on määrittänyt liiketoiminnan ja Microsoftin ratkaisutarjonnan kannalta alueet, joilla yhtiö näkee vahvimmat kasvumahdollisuudet. Innofactor tiivistää tarjoomansa kyseisten kasvualueiden mukaisesti: Digitaaliset palvelut, Liiketoimintaratkaisut, Tiedon- ja asianhallinta, Data ja analytiikka, Pilvi-infrastruktuuri ja Kyberturvallisuus. Aikaisemmin yhtiöllä oli kolme liiketoimintayksikköä. Kesäkuussa yhtiö vahvisti data ja analytiikka osaamista yritysostolla.

Samalla yhtiö muutti Suomen organisaation vastaamaan uuden strategian mukaisia kasvualueita siten, että Suomessa on edellä mainitut kuusi liiketoimintayksikköä. Yhtiön tavoitteena on rekrytoida merkittävä määrä uusia

osaajia perustettaviin uusiin liiketoimintayksiköihin.

Toimenpiteillä yhtiö pyrkii saavuttamaan selvästi vahvempaa orgaanista kasvua ja tehokkuutta. IT-palvelusektorilla kilpailu osaajista on edelleen kovaa, kun käytännössä kaikki sektorin toimijat rekrytoivat, mikä rajoittaa kasvua sektorilla. Näin hyvä työnantajaimago ja mielenkiintoisten projektien tärkeys kilpailuetuna korostuu edelleen.

Pohjoismaisen perustan vahvistaminen edelleen fokuksessa

Yhtiö panostaa strategiassa edelleen myös yhtenäistämään toimintamallinsa ja tarjontansa Pohjoismaisella tasolla. Yhtiön fokus on yhä ulkomaisten liiketoimintojen vahvistamisessa sekä pohjoismaisen organisaation rakentamisessa että tehokkuuden parantamisessa, minkä pitäisi tukea asteittaista kannattavuuden paranemisen jatkumista. Strategian onnistuminen ei ole enää vahvasti hyvien yrityskauppojen löytymisestä kiinni, vaan se riippuu enemmän yhtiön kyvystä saada yrityskaupoilla rakennettu kansainvälinen toimija yhtenäiseksi ja tehokkaaksi kokonaisuudeksi. Yhtiö palkkasi vuoden 2021 alussa Ruotsiin koko organisaation tarjoaman sekä henkilöstön osaamisen kehittämiseen vetäjän, jonka tarkoituksena on yhtenäistää tarjontaa myös maantieteellisesti. Seuraavaksi tarjonnan yhtenäistäminen voi tapahtua orgaanisen kasvun ja valikoitujen yritysjärjestelyjen avulla.

Yhtiö pyrkii välttämään jäämistä liian siilomaiseksi organisaatioksi, jossa maayksiköt ovat itsenäisiä irrallisia yhtiöitä, eikä synergioita saada

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

Arvioimme pohjoismaisen laajan tarjonnan parantavan Innofactorin kilpailukykyä keskisuurissa ja suurissa asiakkaissa, joilla on toimintoja useammassa Pohjoismaassa. Samalla yhtiö pääsee myös hyödyntämään vahvemmin eri maiden välistä ristiinmyyntiä tuotteissa ja osaamisalueissa. Toistaiseksi yhtiön eri toimintamaiden välisten synergioiden hyödyntäminen on arviomme mukaan vielä alkuvaiheessa. Onnistuessaan tuotteiden ja osaamisen laajempi ristiinmyynti eri maiden välillä voisi selvästi parantaa Innofactorin orgaanista kasvua ja skaalautuvuutta. Ristiinmyyntitoimilla Suomesta ja Ruotsista Norjaan ja Tanskaan, voi olla positiivisia vaikutuksia yhtiön kannattavuuteen, kun se pystyy hyödyntämään Suomen ja Ruotsin suhteellisesti matalampaa henkilöstön kustannustasoa.

Viimeiset kolme vuotta on ollut Innofactorin strategian toimeenpanon kannalta käänne parempaan aikaisemman heikon kehityksen jälkeen. Ymmärryksemme mukaan sisäisessä tehokkuudessa on kuitenkin vielä selvää potentiaalia realisoitavissa erityisesti laskutusasteiden kautta Suomen ulkopuolella.

Strategia 2/3

Taloudelliset tavoitteet

Innofactor julkisti vuonna 2016 strategian yhteydessä kunnianhimoiset taloudelliset tavoitteet. Yhtiö tavoittelee noin 20 %:n kasvua ja noin 20 %:n käyttökattetta pitkällä aikavälillä pitämällä kassavirta positiivisena ja turvaamalla rahoituksellinen vakavaraisuus. Tavoitteena on maksaa puolet tuloksesta osinkona huomioiden taloudellinen asema, yritysjärjestelyt sekä kehitystarpeet.

Innofactorin noin 20 %:n vuosittainen kasvutavoite, joka pyritään pääosin saavuttamaan orgaanisesti on kunnianhimoinen ja vaatii hyvää onnistumista niin myynnissä kuin rekrytoinneissa ja etenkin kaikissa maissa. Yhtiö on kertonut tavoittelevansa kasvua kaikilla liiketoiminta-alueilla ja erityisesti pilviritkaisuissa, data ja analytiikassa sekä kyberturvassa. Organisaatiotasolla orgaaninen kasvu on viime vuosina jäänyt sektorin kasvusta. Emme odota Innofactorin yltävän sen tavoittelemaan 20 % kasvuun koko konsernin osalta, mutta uskomme yhtiön pystyvän kiihdyttämään kasvua IT-palvelumarkkinan suotuisan kysynnän tukemana.

Näkemyksemme mukaan Innofactorin pääseminen kannattavuustavoitteeseen edellyttää yhtiöltä vahvaa onnistumista maiden välisten synergioiden realisoinnissa, tuotteistuksessa, omissa ohjelmistotuotteissa ja myynnissä. Suomessa yhtiö on arviomme mukaan päässyt ajoittain jo noin 20 % käyttökatteseen, mutta muiden maiden heikko kannattavuus painaa kokonaisuutta. Toimialan keskimääräiset käyttökatemarginaalit liikkuvat yli 10 %:ssa ja parhailla toimijoilla lähes 20 % tasolla. Tavoite ei ole epärealistinen huomioiden Suomen ajoittaiset näytöt ja tuotteiden arvioimamme kannattavuus, mutta vaatii vahvaa suoritusta kokonaisuudelta ja erityisesti muilta Pohjoismailta.



Keinot 20 %:n kasvutavoitteen saavuttamiseksi

- Keskittyminen toimialoihin ja asiakassegmentteihin, joissa on suurin kasvupotentiaali ja skaalautuvuus muihin Pohjoismaihin. Innofactorin viime vuonna julkaiseman organisaatorakenteen tarkoituksena on luoda parempi pohja vahvemmalle kasvulle. Yhtiö on myös kommentoinut keskittyvänsä koronan jälkeen vahvemmin yksityisen sektorin asiakkaisiin, jossa on asiakassektorina korkeampi keskihinta.
- Tehostaa tuotteiden ja palveluiden myyntiä. Innofactorin myyntiorganisaatio on vuosina 2019-2021 saanut vahvasti kehitettyä tilauskantaa erityisesti Suomessa. Muissa Pohjoismaissa myynnillä on arviolta edelleen huomattavasti parannuspotentiaalia.
- Digitaalisilla markkinointipanostuksilla ja paremmilla myynnin kyvykkyyksillä tehostetaan myyntiä.
- Keskittyminen osaamisen hallintaan, rekrytointiin ja resurssoinnin optimointiin pohjoismaisella tasolla. Resurssoinnin optimointi vaatii arviolta vielä töitä. Laskutusasteissa arviolta edelleen nousupotentiaalia ja näin rekrytointitarvetta vain muutamilla osaamisalueilla Suomessa.



Keinot 20 %:n käyttökattetavoitteen saavuttamiseksi

- Siirtää tarjoamaa ja liikevaihdon painopistettä vahvemmin omiin tuotteisiin ja palveluihin, mikä on toteutunut jo useamman vuoden ajan.
- Kehittää omaa henkilöstöä, jotta asiakkaat ovat valmiita maksamaan korkeamman hinnan, mikä on arviolta hankalaa lyhyellä aikavälillä.
- Siirtyä itseohjautuviin tiimeihin ja vähentää organisaatiotasoja. Innofactor siirtyi itseohjautuvan organisaation suuntaan vuoden 2018 lopulla. Vuoden 2020 aikana yhtiön taloushallinto keskitettiin Suomeen. HR ja palkanmaksua on myös keskitetty ja tehostettu.
- Parantaa laskutusastetta turhan työn tai ei-laskutettavan työn minimoimisella. Tässä yhtiö on edennyt hyvin vuosina 2019-20 ja arviomme tämän osalta yhtiöllä olevan lyhyellä aikavälillä edelleen selvää potentiaalia erityisesti muissa Pohjoismaissa.

Strategia 3/3

Omilla ohjelmistoilla ja tuotteistuksella kilpailuetua ja skaalautuvuutta

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

Yhtiön mukaan useissa projektikilpailuissa Innofactorin omat ohjelmistokomponentit toimivat keskeisenä kilpailuetuna ja tärkeänä vaikuttavana tekijänä asiakkaan päätöksenteossa. Erityisesti kun asiakasorganisaatioiden toimintoja viedään pilveen, on IT-toimittajalle kriittistä omistaa työkalut ja hallita prosessit, joilla siirto tehdään sujuvasti käytön keskeytymättä. Tällä alueella Innofactorilla on osaamista erityisesti Azure-ympäristössä, sisältäen omat Innofactor Virtual Data Center ja Managed Azure -palvelut. Omat ohjelmistot tuovat myös merkittävän osan jatkuvien ylläpitotuottojen ja lisenssien myynnistä.

Omilla Microsoft-tekniologioiden ja -alustojen päälle rakennetuilla tuotteilla Innofactor rakentaa liiketoiminnalleen jatkuvuutta, kilpailuetua ja skaalautuvuutta. Tämä on keskeinen ajuri, millä yhtiö pyrkii parantamaan kannattavuuttaan kohti tavoiteltua 20 % käyttökatetasoa. Näin yhtiö saa vähennettyä liiketoimintamallin riippuvuutta heikommin skaalautuvasta asiantuntijatyöstä, mikä oikeuttaisi osakkeelle korkeamman arvostustason.

Kilpailuetuina Microsoft-osaaminen

Innofactorin keskeisin kilpailuetu syntyy näkemyksemme mukaan edelleen keskittymisestä ja erikoistumisesta Microsoft-ratkaisuihin. Toisaalta Microsoftiin keskittyvän strategian suurimpana

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

Vahvaa kasvua historiassa yrityskauppojen vetämänä

Innofactor on historiallisesti kasvanut vahvasti yrityskauppojen vetämänä ja näkemyksemme mukaan iso osa yhtiön arvonluonnista on perustunut järkevästi rakennettuihin yritysjärjestelyihin. Käytännössä yrityksiä on ostettu rakenteella, jossa kohdeyhtiöstä maksetaan vain pieni osa käteisellä ja merkittävämpi osa omalla osakkeella. Tämä on mahdollistanut nopean kasvun ilman, että Innofactor olisi tarvinnut vahvaa tasetta tai suuria pääomia ennakkoon. Lisäksi kauppahinnasta tyypillisesti iso osa on painottunut earnout-lisäkauppahintaan.

Kauppojen arvostustasot ovat myös järjestään olleet alempia kuin Innofactorin omat arvostuskertoimet pörssissä. Nämä tekijät ovat pienentäneet riskiä ylihinnan maksamisesta. Kokonaisuutta katsottaessa yhtiö on mielestämme hallinnut pääomarakennettaan järkevästi ja hyödyntänyt myös pientä velkavipua ostoissa. Mielestämme lähtökohtaisesti kassavirtapositiivisten palveluyhtiöiden yritysostoissa myös pienen velkavivun käyttö yritysostoihin on perusteltua.

Sen sijaan kauppojen integroinnissa ja kannattavuussynergioiden realisoinnissa yhtiö ei ole onnistunut tähän mennessä yhtä hyvin. Ostettujen kohdeyhtiöiden yrittäjät ovat pääasiassa lähteneet Innofactorista, integraatioissa on ollut haasteita ja johtoryhmän suuri vaihtuvuus on oletettavasti hidastanut operatiivista kehitystä. Yhtiö tietää näin omasta kokemuksestaan mihin asioihin keskeiset riskit liittyvät ja pystyy minimoimaan näitä.

Kilpailuetua yritysostojen toteuttamiseen taas luo yhtiön kokemus yritysjärjestelyistä sekä pörssilistauksen mahdollistama pääomakanava. Kesäkuussa toteutettu Invenco-yritysosto strukturoitiin hyvin samalla tavalla, kun aikaisemmat hankinnat.

Yritysostot jatkossa Suomen ulkopuolelta

Innofactorin strategisena tavoitteena on vahvistua Suomen ulkopuolella. Näin arvioimme yhtiön jatkossa ensisijaisesti hakevan yritysostokohteita ulkomailta vahvistaakseen kyseisiä markkinoita, jotta niissä saavutetaan Suomen markkinan kaltaisia mittakaavaetuja sekä vahvempia synergioita pohjoismaisella tasolla. Ostettavan yhtiön liiketoiminnan on ymmärryksemme mukaan oltava kannattavaa ja kestäväällä pohjalla. Lisäksi osaamisalueista yhtiö on kommunikoinut haluavansa vahvistaa pilviosaamista ja kyberturvaa. Yhtiön kassavirta vahvistaa jatkuvasti tasetta ja antaa jo ensi vuonna jälleen liikkumavaraa pienemmille yritysostoille.

Teknologian kehityksen ja yhtiöiden strategian tai fokuksen muuttuessa myös liiketoiminnat voivat muuttua ei-strategisiksi. Innofactor ei myöskään poissulje liiketoimintojen divestointeja. Yhtiö myi alkuvuodesta 2021 pienen ei-strategisen Prime-liiketoiminnan yhtenäistääkseen tarjontaansa.

Innofactorin strategian yhteenveto



Historiallinen kehitys

Historiallinen kasvu ollut vahvaa, osittain kannattavuuden kustannuksella

Innofactorin pitkän aikavälin liikevaihdon kasvu on ollut voimakasta ja yrityskauppavetoista. 2010-luvun alkupuoliskolla Innofactorin kasvu oli vahvaa (keskimäärin 35 %) orgaanisesti ja yrityskauppojen vetämänä. 2010-luvun loppupuoliskolla orgaaninen kasvu on kuitenkin jäänyt heikommaksi ja yritysostot ovat hallinneet kasvua.

Yhtiön kasvu on osittain tullut kannattavuuden kustannuksella, joka on jäänyt sektorin muiden yhtiöiden tasosta. Yhtiö ylsi yli 20 % EBITDA-tasoihin vielä ennen listautumistaan. Yhtiön kertaeristä oikaistu EBITDA-% on ollut 8-12 % välillä vuosina 2011-2021, paitsi vuosina 2017-2018 (2 % ja -2 %).

Viime vuosi oli markkinatilanne huomioiden tyydyttävä ja potentiaalia jäi käyttämättä

Innofactorin liikevaihto kasvoi hienoisesti (0,3 %) ja oli 66 MEUR vuonna 2021. Orgaanisesti liikevaihto kasvoi kuitenkin 3 %. Innofactor myi Q2:alussa pääosin suomalaisille seurakunnille suunnatun Prime-liiketoiminnan (liikevaihto >2 MEUR).

Maantieteellisesti Norja ja Tanska kasvoi kun taas Ruotsi jatkoi laskua ja Suomi kääntyi laskuun. Selkeästi suurinta markkinaa, Suomea painoi organisaatiomuutos sekä pari hankalaa asiakassopimusta. Innofactorin toiseksi suurimman markkinan, Ruotsin haasteet ovat jatkuneet jo yli neljä vuotta, mikä kuvastaa käänteen haastavuutta.

Myynti jatkoi hyvänä ja tilauskanta kasvoi vahvasti (keskimäärin 25 %) läpi koko vuoden tehden

vahvemman pohjan kestävämmälle kasvulle ja kasvun kiihtymiselle. Q2'22:lla yhtiö on myös saanut useita tilauksia ja yhtiön kommenttien mukaan saanut kohdennettua tilauksia matalampien laskutusasteiden alueille.

IT-palvelumarkkinan korkea vaihtuvuus painoi Innofactoria ja henkilöstömäärä laski 8 % ja oli 500 vuoden lopussa. Q1'22:lla yhtiö sai kuitenkin käännettyä henkilöstömäärän hienoiseen kasvuun. Liikevaihto kasvoi kuitenkin ja heijastelee yhtiön laskutusasteiden jatkaneen nousua. Liikevaihto per työntekijä kasvoi 6 % vuonna 2021. Laskutusasteessa on ymmärryksemme mukaan kuitenkin edelleen selvästi potentiaalia.

Käyttökate oikaistuna Prime-liiketoiminnan myyntivoitosta (2,6 MEUR) oli 7,5 MEUR tai 11 % liikevaihdosta (2020: 7,2 MEUR tai 11 %). Kannattavuutta painoi korkea vaihtuvuus, palkkainflaatio (arviomme mukaan 5 %) ja Suomen liiketoiminnan organisaatiomuutos. Poistot laskivat reilu 1 MEUR ja näin myyntivoitosta oikaistu liikevoitto oli 3,9 MEUR (2020: 2,5 MEUR).

Osakekohtainen tulos oli koko vuonna 0,12 euroa ja yhtiö jakoi pääomanpalautusta 0,08 euroa osakkeelta vuodelta 2021. Lisäksi yhtiö osti vuoden lopulla omia osakkeita 800 tuhatta kappaletta, mikä vastaa noin 1,2 MEUR tai 1,5 euroa osakkeelta.

Tase ja rahoitus

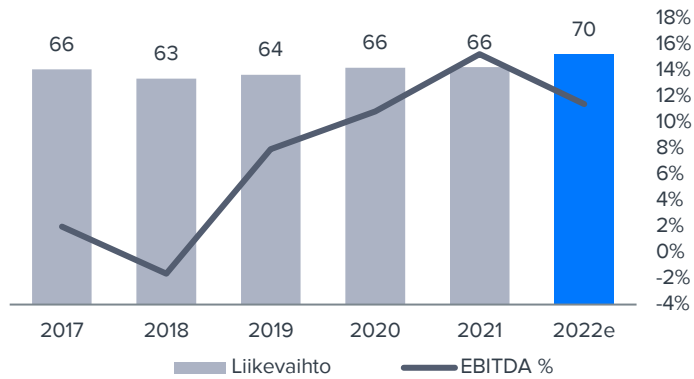
Innofactorin tase vahvistui edelleen vuonna 2021 ja Q1'22:n lopun omavaraisuusaste oli 52 % ja nettovelkaantumisaste 27 % (Q1'21 47 % ja 57 %). Yhtiön vakaasti terveen kannattavuuden myötä

yhtiön tase on nyt paremmalla pohjalla.

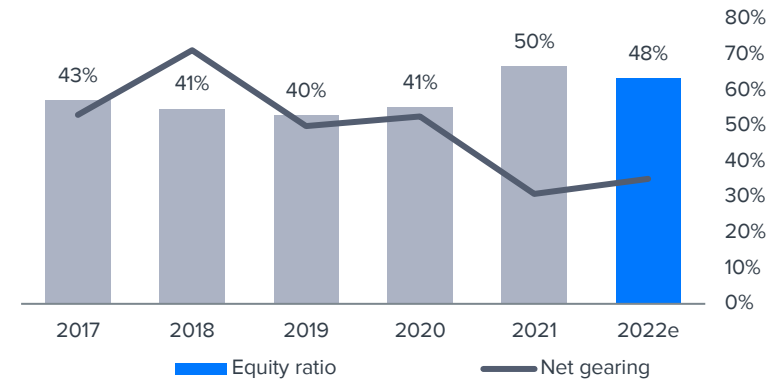
Rakenteeltaan yhtiön taseen vastaava puoli on hyvin tyypillinen palveluyhtiön rakenne. Liikearvoa yhtiöllä oli ensimmäisen neljänneksen lopussa taseessa 26 MEUR tai 49 % taseesta. Saamiset olivat 15 MEUR tai 27 % taseesta. Lisäksi yhtiöllä oli verosaamisia taseessa 5 MEUR tai 8 % taseesta ensimmäisen neljänneksen lopussa. Kassa oli 4 MEUR tai 7 % taseesta. Yhtiön kassa on historiaan verrattuna poikkeuksellisen suuri ja jättää liikkumavaraa yritysostoihin, osakkeiden takaisinostoihin ja/tai osingonmaksuun. Yhtiö on historiassa konsolidoinut markkinaa vahvasti käyttäen omaa osaketta ja pankkilainaa.

Historiallinen kehitys

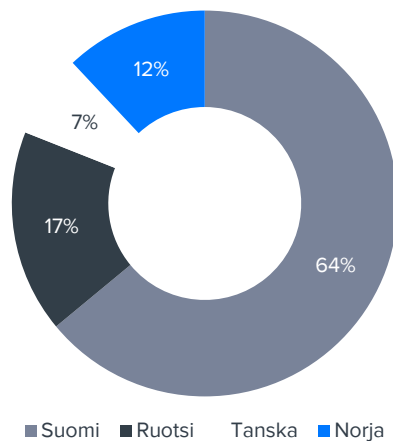
Liikevaihdon ja kannattavuuden kehitys



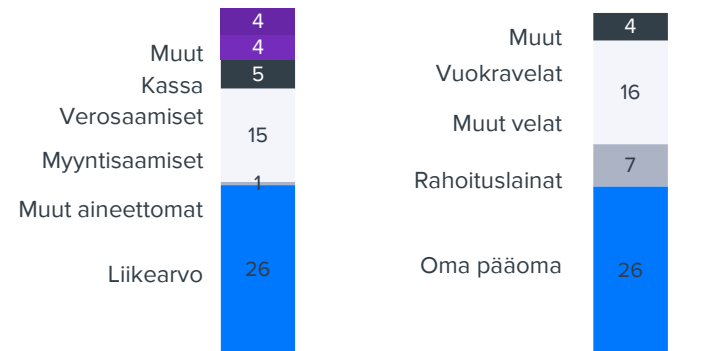
Taseen avainlukujen kehitys



Liikevaihto maittain, Q1'22



Innofactorin tase, Q1'22



Ennusteet 1/2

Ennustamme tulokasvun jatkuvan

Vuonna 2022 Innofactor keskittyy edelleen erityisesti liikevaihdon kasvattamiseen ja tavoitteena on saada Ruotsi kasvu-uralle. Myynnin osalta fokus on ymmärrysemme mukaan edelleen vahvemmin yksityisellä sektorilla, jossa on parempi keskihinta. Mikäli yksityisen sektorin painopisteen muutos onnistuu, tukee se liikevaihdon rakennetta ja siten myös kannattavuutta. Henkilöstön kasvu on kriittinen kasvun kannalta ja tämä kääntyi kasvuun Q1:llä ja vaati jatkuvia onnistumisia orgaanisen kasvun jatkumiseksi pidemmällä aikavälillä. Rekrytointia helpottaakseen yhtiö avasi viime vuonna Jyväskylän toimiston ja sai yritysoston myötä myös toimiston Ouluun. Tällä hetkellä yhtiö voi ymmärrysemme mukaan kuitenkin kasvaa myös parempien laskutusasteiden kautta. Osaamisalueittain yhtiö näkee hyviä kasvumahdollisuuksia erityisesti pilviratkaisuissa, data & analytiikassa sekä kyberturvassa. Lisäksi kasvua ja erityisesti tulosta ajaa oman tuoteliiketoiminnan kasvu.

Innofactor ohjeistaa vuoden 2022 liikevaihdon ja oikaistun käyttökatteen (EBITDA) kasvavan edellisestä vuodesta (2021: 66,4 MEUR ja 7,5 MEUR). Lisäsimme ennusteisiin Invenco-yritysoston. Lisäksi teimme laajemman analyysin pohjalta pieniä tarkennuksia alaspäin operatiivisiin orgaanisiin ennusteisiin ja laskimme poistoja (nostaen tulosta). Yhteenvetona oikaistut tulosenusteemme nousivat keskimäärin noin 5 %. Ennusteet eivät vielä sisällä synergioita. Arvioimme liikevaihdon kasvavan 5 % 70 MEUR:oon Invenco-yritysoston vetämänä. Kasvua hidastaa hienoisesti edelleen Prime-liiketoiminnan myynti Q1:llä. Orgaanisesti arvioimme yhtiön kasvavan 1 %.

Kasvua tukee vahva 71 MEUR:n tilauskanta Q1'22:n lopussa. Q2:lla yhtiö on tiedottanut lukuisista tilauksista, jotka edelleen kasvattavat tilauskantaa.

Hyvän tilauskannan myynniksi realisoitumisen ajoitus ja tilauskannan kannattavuusrakenteen arviointi on kuitenkin edelleen vaikeaa. Innofactor avaa vuosikertomuksessa tilauskannan rakennetta ja odottaa 45 MEUR siitä tuloutuvan vuonna 2022, mikä vastaa tuloutuvan tilauskannan 26 %:n kasvua vertailukaudesta. Tilauskanta painottuu vaihtelevasti eri osa-alueille (Dynasty-tuotteella vahva tilauskanta) ja maantieteellisesti eri alueille, joten se ei tästä johtuen ole suoraan heijastunut rajuna kasvuna.

Ennustamme käyttökatteen kasvavan 8,0 MEUR:oon ja olevan 11,4 % liikevaihdosta (2021: oikaistuna myyntivoitosta 7,5 MEUR tai 11,3 %). Innofactorin sisäisen tehokkuuden parantumisen ja oman tuotemyynnin ansiosta yhtiö pystyy lyhyellä tähtäimellä edelleen kasvamaan henkilöstömäärän vauhtia nopeammin, mikä tukee kannattavuutta. Innofactorilla on arvioimme mukaan erityisesti Suomen ulkopuolella edelleen huomattavasti parannettava laskutusasteissa ja huoltosuhteessa (tuottava henkilö per hallinto). Kannattavuusparannusta hidastaa arvioimme mukaan palkkainflaatio. Odotamme poistojen laskevan aineettomien oikeuksien poistojen ajamana. Näin arvioimme oikaistun liikevoiton olevan 5,5 MEUR tai 7,9 % liikevaihdosta (2021: 6,6 %). Yhtiön Lumagate-yritysoston lisäkauppahinnan vahingonkorvaukseen liittyen emme odota ratkaisua kuluvana vuonna. Ennustamme osakekohtaisen oikaistun tuloksen olevan 0,11 euroa ja raportoidun 0,10 euroa osakkeelta. Odotamme yhtiön jakavan osinkoa 0,05 euroa osakkeelta vuodelta 2022.



Innofactorin kasvuajurit

- Tehokkuuden parantaminen laskutusasteiden ja/tai prosessitehokkuuden myötä
- Omat tuoteratkaisut
- Rekrytointi – työntekijäimago, matala vaihtuvuus ja uudet kaupungit
- Asiakashintojen nousu
- Yritysostot
- Osaamisalueittain kasvua ajaa pilviratkaisut, data & analytiikka sekä kyberturva
- Maantieteellisesti kasvu olisi arvokasta erityisesti Suomen ulkopuolella



Innofactorin kannattavuusajurit

- Laskutusasteet
- Tehokkuuden parantaminen prosessien ja resurssoinnin kautta
- Omat skaalautuvat tuoteratkaisut
- Asiakashintojen nousu, erityisesti yksityisen sektorin kautta
- Ristiintoimitus maiden välillä (Suomesta ja Ruotsista Norjaan ja Tanskaan)
- Palkkainflaation hillitseminen
- Vaihtuvuuden hallitseminen
- Rekrytointi matalapalkkaisemmilta alueilta pääkaupunkiseudun ulkopuolella

Ennusteet 2/2

Keskipitkän ja pitkän aikavälin ennusteet

Arvioimme Innofactorin yltävän nykyrakenteella ~3 % orgaaniseen vuotuiseseen kasvuun sekä noin 12 % EBITDA-marginaaliin vuosina 2023-2025.

Ennusteemme ovat varovaiset kun huomioidaan vahva markkinan kysyntä ja yhtiön tilauskanta. Toisaalta kun huomioidaan viime vuosien tilauskannan kehitys vs. liikevaihdon kehitys ja haasteet Ruotsissa, niin päädyimme ennustamaamme kehitykseen. Kasvu on hieman alle markkinan yleisen kasvun. Yhtiöllä on potentiaalia markkinaa nopeampaan kasvuun, mutta tämä vaati pohjoismaisella tasolla yhtenäistä positiivista kehitystä, joka vaatii yhtiöltä vielä lisää näyttöjä.

Yhtiön IFRS3-poistot laskivat marginaaliseksi vuoden 2021 lopulla, mutta nousevat nyt yritysoston ajamana. Operatiiviset kannattavuusennusteemme olettaa käytännössä palveluyhtiöiden tasoa. Yhtiöllä pitäisi olla edellytykset sektoria parempaan kannattavuustasoon omien tuotteiden ja suuren jatkuvan liiketoiminnan kasvun myötä, mutta pidämme ennusteemme vielä toistaiseksi konservatiivisena johtuen Ruotsin ja Suomen heikommasta kehityksestä.

Ennustamme yhtiön osakekohtainen tuloksen olevan 0,13 euroa vuonna 2023 ja nousevan 0,15 euroon vuonna 2025. Laskimme osinkoennusteita 1 sentillä tai noin 15 %:lla. Ennustamme yhtiön jakavan osinkoa 0,06-0,08 euroa vuosina 2023-2025. Osinkoennusteet vastaavat noin 50 %

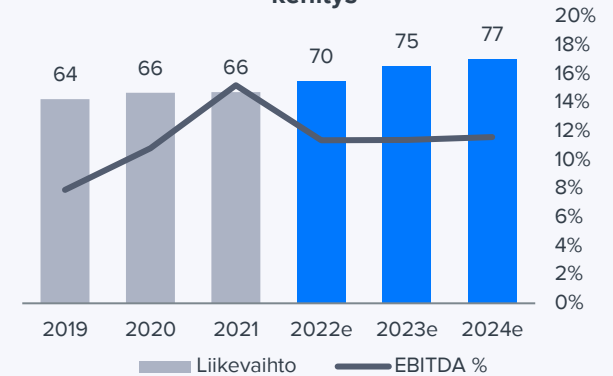
tuloksesta, mikä on linjassa yhtiön osinkopolitiikan kanssa, joka tavoittelee yhtiön maksavan noin puolet tuloksesta osinkoina. Innofactor on maksanut lainoista suuren osan pois, jonka johdosta odotamme mahdollisesti ennusteitamme vahvempaa osinkovirtaa lähitulevaisuudessa mikäli Innofactor ei toteuta yrityskauppoja.

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

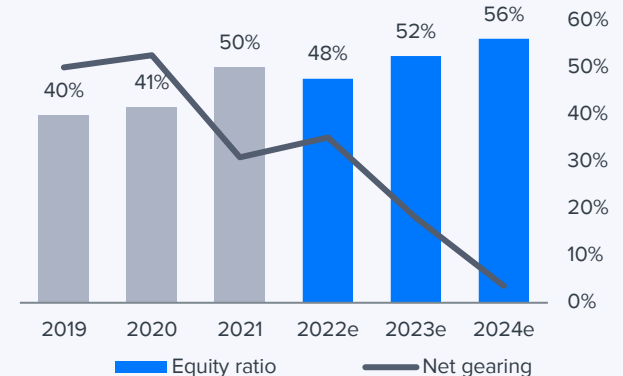
Vuoden 2025 jälkeen ennustamme Innofactorin liikevaihdon olevan 2,5 % kasvussa ikuisuusoletukseen asti. Samalla odotamme kannattavuuden asteittain laskevan kohti 10 % käyttökateetasoa ikuisuusoletuksessa. Näin ollen yhtiö jää ennusteessamme selvästi omien taloudellisten tavoitteidensa alapuolelle.

Yleisesti IT-palvelusektorin ja Innofactorin kassavirta on vahvaa ja vahvistaa jatkuvasti tasetta. Ennusteissamme yhtiön tase vahvistuu näin selvästi lähivuosina ja antaa huomattavaa liikkumavaraa yritysostoihin tai vahvempaan osingonjakoon.

Liikevaihdon ja kannattavuuden kehitys



Taseen avainlukujen kehitys



Kvartaaliennusteet ja ennustemuutokset

Tuloslaskelma	2019	2020	Q1'21	Q2'21	Q3'21	Q4'21	2021	Q1'22	Q2'22e	Q3'22e	Q4'22e	2022e	2023e	2024e
Liikevaihto	64,2	66,2	17,8	17,3	13,7	17,6	66,4	17,0	17,4	15,6	19,9	69,9	74,6	76,8
Käyttökate	5,1	7,2	4,7	2,1	1,7	1,7	10,1	2,0	1,9	1,8	2,3	8,0	8,5	8,9
Poistot ja arvonalennukset	-4,3	-4,7	-0,8	-0,8	-0,8	-1,1	-3,6	-0,7	-0,5	-0,7	-0,7	-2,6	-2,8	-2,9
Liikevoitto ilman kertaeriä	2,8	4,5	1,3	1,4	1,1	0,6	4,4	1,3	1,4	1,2	1,7	5,5	6,1	6,4
Liikevoitto	0,8	2,5	3,8	1,3	0,9	0,5	6,5	1,3	1,4	1,1	1,6	5,3	5,7	6,0
Nettorahoituskulut	-0,8	-0,5	-0,5	0,0	-0,2	-0,2	-0,8	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,7	-0,4	-0,3
Tulos ennen veroja	0,0	2,1	3,4	1,3	0,8	0,3	5,7	1,1	1,2	0,9	1,4	4,6	5,4	5,8
Verot	0,4	-0,3	-0,7	-0,3	-0,2	0,0	-1,2	-0,3	-0,2	-0,2	-0,3	-1,0	-1,1	-1,2
Vähemmistöosuudet	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettotulos	0,4	1,8	2,6	1,0	0,6	0,3	4,5	0,8	1,0	0,7	1,1	3,7	4,3	4,6
EPS (oikaistu)	0,07	0,10	0,00	0,03	0,02	0,01	0,07	0,02	0,03	0,02	0,03	0,11	0,13	0,14
EPS (raportoitu)	0,01	0,05	0,07	0,03	0,02	0,01	0,12	0,02	0,03	0,02	0,03	0,10	0,12	0,13

Tunnusluvut	2019	2020	Q1'21	Q2'21	Q3'21	Q4'21	2021	Q1'22	Q2'22e	Q3'22e	Q4'22e	2022e	2023e	2024e
Liikevaihdon kasvu-%	1,7 %	3,1 %	3,8 %	3,2 %	-2,2 %	-3,8 %	0,3 %	-4,7 %	0,4 %	14,3 %	13,5 %	5,3 %	6,8 %	2,9 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%		59,2 %	3 %	6 %	21 %	-39 %	-2 %	-2 %	-4 %	15 %	180 %	26 %	10 %	5,1 %
Käyttökate-%	7,9 %	10,8 %	26,2 %	12,1 %	12,4 %	9,4 %	15,2 %	12,0 %	10,7 %	11,6 %	11,3 %	11,4 %	11,4 %	11,6 %
Oikaistu liikevoitto-%	4,4 %	6,8 %	7,6 %	8,2 %	7,7 %	3,4 %	6,6 %	7,8 %	7,8 %	7,7 %	8,3 %	7,9 %	8,2 %	8,4 %
Nettotulos-%	0,6 %	2,7 %	14,8 %	5,7 %	4,3 %	1,7 %	6,8 %	5,0 %	5,6 %	4,8 %	5,5 %	5,2 %	5,7 %	6,0 %

Ennustemuutokset	2022e	2022e	Muutos	2023e	2023e	Muutos	2024e	2024e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	67,2	69,9	4 %	69,9	74,6	7 %	72,0	76,8	7 %
Käyttökate	8,0	8,0	0 %	8,6	8,5	0 %	9,2	8,9	-3 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	5,1	5,5	8 %	5,8	6,1	5 %	6,3	6,4	3 %
Liikevoitto	5,1	5,3	4 %	5,8	5,7	-1 %	6,3	6,0	-4 %
Tulos ennen veroja	4,4	4,6	5 %	5,6	5,4	-4 %	6,1	5,8	-6 %
EPS (ilman kertaeriä)	0,10	0,11	10 %	0,12	0,13	5 %	0,13	0,14	3 %
Osakekohtainen osinko	0,06	0,05	-17 %	0,07	0,06	-14 %	0,08	0,07	-13 %

Lähde: Inderes

Sijoitusprofiili

Arvonluonti kasvusta ja omista tuotteista

Sijoittajille Innofactor on historiassa 2010-luvun alkupuolella profiloitunut nopeasti kasvavana IT-yhtiönä, joka toimii oman segmenttinsä konsolidoijana Pohjoismaissa. Innofactorin arvonluonti on läpi historian perustunut vahvasti yrityskaupoilla kasvamiseen. Innofactorilla on kohtalaisen hyvä pitkän ajan track-record erityisesti yritysostovetoisesta kasvusta, mutta kannattavuudessa ja yrityskauppojen integroinnissa näytöt ovat olleet heikompia. Lumagate-yrityskaupan myötä yhtiö siirtyi vuonna 2017 vaiheeseen, jossa voimakkaan yritysostovetoisen kasvun jälkeen painopiste siirtyi yhtenäisen Innofactorin rakentamiseen. Tämä muutos osoittautui odotettua vaikeammaksi ja teki kuopan kasvustrategiaan. Viime vuosina perustaa ollaan rakennettu ja se on saatu pääosin kuntoon (rakenne, tilauskanta ja kannattavuus), Ruotsia lukuun ottamatta. Uusi strategia painottaa vahvasti kasvua ja parempaa tehokkuutta ja tätä heijastellen arvonluonti tulee jatkossa arviolta perustumaan vahvemmin kasvuun ja skaalautuvien omien tuotteiden kasvuun. Yhtiö toteutti maltillisesti arvostetun yritysoston kesäkuussa, mutta jatkossa selkeimmät ajurit ovat orgaaninen kasvu ja kannattavuuden parantaminen.

Asemointi vankistumassa tuloskone-lokeroon

Näkemyksemme mukaan Innofactorin arvostuksen asemointi on kivunnut ulos käännetyhtiöiden lokerosta ja vankistumassa tuloskone-lokeroon. Vuoden 2019 käänteen edettyä yhtiön osake nousi merkittävästi, mikä oli perusteltua, koska yhtiö vältti

kriisiytymisskenaarion ja tuloskäännän etenien vankasti. Viimeisen noin vuoden aikana kasvu ja kannattavuuskehitys on pysähtynyt. Yhtiön on todistettava käänteen jatkuminen ja vahvistuminen, jotta sijoittajien luottamus yhtiöön paranee edelleen ja tuloskone-lokerointi on pysyvää.

Seuraavaksi yhtiö pyrkii vahvistamaan kasvua, joka tulisi laskutusasteiden kautta näkyä vivulla kannattavuudessa ja omien tuotteiden skaalautumisena. Innofactorin markkinat ovat kasvavat ja hyvässä vedossa, joten markkinatilanteesta kasvun ei pitäisi jäädä kiinni. Ymmärryksemme mukaan yhtiöllä on myös vielä selvää tehokkuutta ulosmitattavana Pohjoismaiden toiminnoissa, jotta maakohtaisia tehokkuushyötyjä saadaan vahvemmin irti. Lisäksi Innofactorilla on edelleen tehokkuushyötyjä ulosmitattavana myös yhtenäistämällä Pohjoismaista organisaatiota ja maiden välistä tarjoamaa sekä prosesseja.

Kunnianhimoiset pitkän aikavälin tavoitteet

Innofactorin arvonmuodostus tulee pitkällä aikavälillä näkemyksemme mukaan edelleen koostumaan yhtiön kyvystä saada yrityskaupoista koostuva eri maiden kokonaisuus yhtenäiseksi Pohjoismaiseksi toimijaksi. Palveluiden tuotteistuksen ja omien tuotteiden rooli ovat myös tärkeitä yhtiön kannattavuustavoitteiden saavuttamisessa. Näiden pitäisi näkyä vahvempana orgaanisena kasvuna ja parempana kannattavuutena. Emme kuitenkaan ennusta yhtiön yltävän omaan kunnianhimoiseen 20 % pääosin orgaaniseen kasvuun ja 20 % käyttökatemarginaalin tavoitteeseen, vaan omat

ennusteemme ovat selvästi alle kannattavuustavoitteeseen ja erityisesti kasvutavoitteisiin nähden. Tavoitteita emme kuitenkaan enää pidä epärealistisina, sillä Suomen liiketoimintojen osalta orgaaninen kasvu on ajoittain jo ollut arviolta noin 15 % ja kannattavuus lähellä yhtiön tavoittelemaa 20 % tasoa.

Olenneisimpana makrotason riskinä on geopoliittinen tilanne ja sen vaikutukset talouteen. Keskeiset sektorispesifit riskit liittyvät osajien saatavuuteen, palkkainflaatioon ja vaihtuvuuteen. Yhtiön sisäiset keskeiset sisäiset riskit liittyvät kasvustrategian toteutukseen, maantieteellisesti erityisesti Ruotsin käännteeseen sekä yhtenäisen pohjoismaisen organisaation rakentamisen pitkittymiseen. Pitkän aikavälin riskinä on yhtiön riippuvuus Microsoftin menestyksestä. Riskejä tasaa oma tuoteliiketoiminta, nykyinen vahvistunut tilauskanta, jatkuvien palveluiden kasvava osuus sekä vahva kysyntänäkymä ja Microsoftin tuotteiden vahvana jatkuva kehitys IT-markkinalla.

Yrittäjävetoinen kasvuyhtiö

Innofactor henkilöityy vahvasti suurimpaan omistajaan, yhtiön perustajaan ja toimitusjohtajaan Sami Ensioon, joka omistaa Innofactorista noin 21 %. Ensio perusti yhtiön vuonna 2000, minkä jälkeen Innofactor on kasvanut voimakkaasti yritysostoin ja orgaanisesti hänen johdolla. Yhtiössä sijoituskohteena heijastuu mielestämme kasvuhakuisuuden lisäksi siten vahva yrittäjähenkisyys ja kasvollinen omistajuus. Yrittäjävetoisuus näkyy siinä, kuinka lukuisista haasteista huolimatta yhtiötä on kehitetty kurinalaisesti ja periksiantamattomasti.

Sijoitusprofiili

1.

Yrityskaupoilla rakennettu pohjoismaisen toimijan aihio

2.

Perusta pitkän aikavälin kasvulle kunnossa, mutta vaati vielä näyttöjä

3.

Markkinalla vahvat kasvufundamentit

4.

Omat tuotteet tuovat jatkuvuutta ja skaalautuvuutta

5.

Yrittäjävetoinen kasvuyhtiö

Potentiaali



- Orgaaninen ja epäorgaaninen kasvu
- Potentiaalia edelleen kannattavuusparannukseen
- Omien tuotteiden kasvu, jatkuvuus ja skaalautuvuus
- Hyväksyttävässä arvostustasossa selvää nousuvaraa
- IT-palvelumarkkinat yleisesti ja Microsoft-ratkaisut jopa vahvassa vedossa
- Vahva ja kasvava jatkuva liiketoiminta sekä omat tuotteet

Riskit



- Yhtenäisen pohjoismaisen organisaation rakentamisen pitkittyminen edelleen
- Työntekijäkulttuurin heikkeneminen
- Kansainvälistyminen ja yrityskaupat nostavat riskitasoa
- Microsoftin markkina-aseman heikentyminen
- Geopoliittinen tilanne ja sen vaikutukset talouteen
- Osaajien saatavuus, vaihtuvuus ja palkkainflaatio

Arvonmääritys 1/2

Osakkeen arvoajurit ja riskit

Kokonaisuutena Innofactorin tulostukäänne on edennyt hyvin, viimeisen vuoden pientä pehmeyttä lukuun ottamatta. Yhtiön kannattavuuspotentiaali on osoittautunut aiempia arvioitamme suuremmaksi ja 20 %:n käyttökate-tavoite on nyt jopa realistinen.

Osakkeen arvoajurit olemme jakaneet lyhyelle (1-5) ja pitkälle (6-7) aikavälille. Keskeiset arvoajurit ovat seuraavat:

- 1) Kyky saada kaikki maat vähintään IT-palvelumarkkinan tasoiseen, 3-5 %:n orgaaniseen kasvuvauhtiin.
- 2) Invenco-yritystoston integrointi ja kehittäminen
- 3) Onnistuminen yrityskauppojen jälkeisen organisaation vahvistamisessa, jotta kaikkien maiden tehokkuus saadaan hyvälle tasolle.
- 4) Yhtiön kyky nostaa kannattavuus edelleen paremmalle tasolle, lähemmäs pitkän aikavälin tavoitetta.
- 5) Sijoittajien luottamuksen vahvistuminen käänteen jatkumisen myötä.
- 6) Kyky sitoa kokonaisuus yhtenäisellä tarjoomalla, jolloin synergiat maiden välillä saadaan realisoitua.
- 7) Hyväksyttävän arvostustason nousu erityisesti liiketoiminnan painopisteen siirtyessä tuoteliiketoimintaan strategian tavoitteiden mukaisesti.

Innofactorilla on sen liiketoiminnassa huomattavasti enemmän jatkuvuutta ja skaalautuvuutta kuin monilla projektiliiketoimintaa tekeillä verrokkiyhtiöillä. Jatkuvuus on korkeassa

arvossa nykyisessä ”normaalissa” kireässä osajamarkkinatilanteessa.

Käänne on edennyt hyvin reilut kaksi vuotta, mutta töitä on edelleen tehtävänä organisaation vahvistamisessa ja yhtenäistämässä sekä tehoja ulosmitattavana. Yhtiön useat vaikeudet historiassa ulkomaantoimintojen osalta ja Ruotsin pitkään kestäneet haasteet kolkuttelevat edelleen takaraivossa.

Keskeiset riskit ovat mielestämme seuraavat:

- Onnistuminen erityisesti Ruotsin, mutta myös Suomen kasvuun kääntämisessä, vahvistamisessa ja organisaation yhtenäistämässä
- Osajamarkkinassa onnistumiseen, palkkainflaatioon ja osajien vaihtuvuuteen
- Uusien haasteiden ilmaantuminen. Historiassa yhtiöllä on ilmaantunut useita yllättäviä haasteita, erityisesti muissa pohjoismaissa
- Geopoliittisen tilanteen paheneminen/pitkittyminen ja sen vaikutukset talouteen
- Uusissa yrityskaupoissa (kuten Invenco) integraation epäonnistuminen. Yhtiöllä on ollut haasteita useissa integraatioissa.
- Microsoftin markkina-aseman heikentyminen IT-markkinassa yritysratkaisuisissa. Microsoftin markkina-asema on viime vuosina edelleen vahvistunut, mutta IT-markkina kehittyä ja muuttuu nopeasti.
- IT-markkinan suotuisan syklin kääntyminen, mikä edellyttäisi makrotalouden käännettä heikompaan.

Vertailuryhmä

Liiketoimintarakennetta tarkastellessa Innofactorilla on projektityön lisäksi myös jonkin verran omaa skaalautuvaa ohjelmistoliiketoimintaa. Yhtiötä ei kuitenkaan tule rinnastaa puhtaisiin ohjelmistoyhtiöihin. Vertailuryhmämme koostuu Pohjoismaisista IT-palveluyhtiöistä, joista osalla on myös omaa ohjelmistoliiketoimintaa. Yhtiölle on löydettävissä hyvä pohjoismainen ja suomalainen vertailuryhmä, mihin arvostusta voidaan peilata ja tukea.

Yleisesti pidämme IT-palveluyhtiöitä jopa hyvin houkuttelevana sektorina omistaa johtuen alan vahvoista pitkän aikavälin kysyntäfundamenteista, pääomakevyydestä liiketoiminnasta ja matalasta arvostustasosta. Korona osoitti että kysyntä jatkui hyvänä epävarmuudesta huolimatta. Lisäksi pitkän aikavälin kysyntäfundamentit vahvistuivat, kun korona pakotti useat nukkuneet toimialat digitalisoitumaan ja vahvistamaan IT-ydintään.

Yhtiöiden välisten arvostusten hajonta on edelleen suhteellisen suurta ja kuvastaa näkemyksemme mukaan yhtiöiden eri kehitysvaiheita sekä eri strategioita ja niiden implementointien eri vaiheita.

Innofactorin aliarvostus sektoriin nähden on aavistuksen kaventunut viimeisen vuoden aikana. Yhtiötä hinnoitellaan nyt 14-23 % (vuosi sitten reilu 20 %) alle suomalaisten IT-palveluverrokkien vuosien 2022-2023 P/E- ja EV/EBIT-luvuilla. Verosaamiset nostavat arvostuksen houkuttelevuutta. Suhteellisesti arvostus on, epävarmuus huomioiden, näkemyksemme mukaan neutraali.

Arvonmääritys 2/2

Arvostuskertoimet

Ensisijaisesti käyttämämme arvostuskertoimet Innofactorille ovat oikaistut P/E ja EV/EBIT. Luvut on oikaistu yrityskauppojen kirjanpidollisista IFRS3-poistoista. Ennusteillamme Innofactorin tämän ja ensi vuoden oikaistut P/E-luvut ovat 11x ja 9x, mikä on absoluuttisesti melko maltillinen taso, erityisesti yhtiön potentiaali huomioiden. Vastaavat EV/EBIT-kertoimet ovat 9x ja 8x, mikä on vuoden 2022 kertoimilla neutraalisti arvostettu ja vuoden 2023 kertoimilla melko maltillisesti arvostettu, huomioiden markkinan epävarmuus.

Näkemyksemme mukaan osakkeelle voidaan hyväksyä hieman ”normaalia” korkeampi P/E-taso johtuen yhtiön korkeista verosaamisista ja siitä, etteivät verokulut ole yhtiölle rahavirtavaikuttaisia. Verosaamisten kirjanpitoarvo on tällä hetkellä 4,5 MEUR, mikä vastaa noin 0,12 euron osakekohtaista arvoa. Jos tämän verosaamisen nykyarvo hinnoiteltaisiin esimerkiksi konservatiivisesti puoleen kirjanpitoarvosta, voitaisiin osakkeelle hyväksyä noin 5 % korkeammat arvostuskertoimet.

Näkemyksemme mukaan osakkeelle voidaan hyväksyä asteittain korkeampaa arvostusta kasvun vahvistuessa ja ollessa maantieteellisesti laajempaa. Lisäksi omien tuotteiden kasvun ja skaalautumisen myötä osakkeelle voidaan hyväksyä korkeampi arvostus.

DCF-analyysi

DCF-mallimme osakekohtainen arvo osakkeelle on 1,57 euroa. Ennustemallissamme yhtiö kasvaa lähivuosina 2023-2025 orgaanisesti noin 3 %:n vauhtia ja pysyy noin 12 %:n EBITDA-tasolla. Pitkällä aikavälillä (2025 jälkeen) kasvu pysyy 2,5 %:n tasolla (1,8 % terminaalissa) ja EBITDA-%

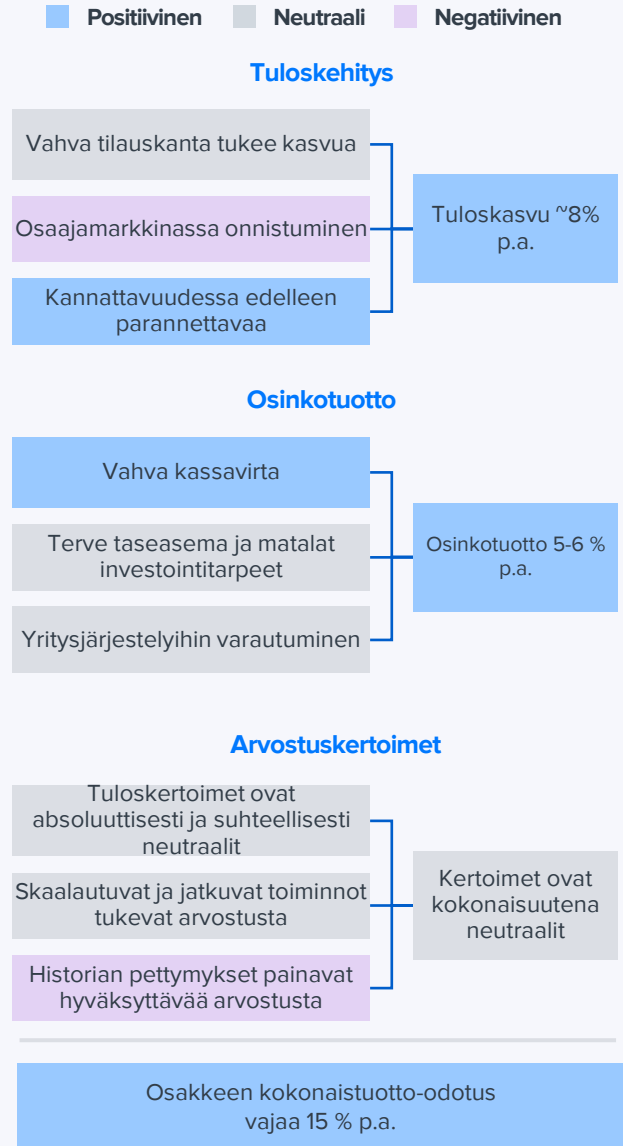
vakiintuu 10 %:n tasolle. Mallissa tuloslaskelman verot eivät ole rahavirtavaikuttaisia Suomessa, koska yhtiö pystyy hyödyntämään voittoja taseen verosaamista vastaan. Mallissa ikuisuusoletuksen painoarvo on 47 %. Rahavirtamallissa käyttämämme pääoman kustannus (WACC) on 8,9 % ja oman pääoman kustannus 9,4 %. Näin myös melko konservatiivisilla ennusteilla laaditun kassavirtamallin valossa osakkeen hinnoittelu näyttää tällä hetkellä maltilliselta.

Osakkeen tuotto-odotuksen komponentit

Tarkastelemme Innofactorin osaketta myös tuloskasvun, osinkotuoton ja hyväksytyjen arvostuskertoimien näkökulmasta. Arviomme mukaan yhtiöllä on lähivuosina edellytykset ~8 %:n vuotuisen tuloskasvuun liikevaihdon ja kannattavuuden nousun vetämänä. Osingosta saadaan nyt myös tukea arvostukselle, kun yhtiö päivitti kaksi vuotta sitten osinkopolitiikkaansa. Osinkopolitiikan (noin 50 % tuloksesta) kanssa linjassa olevilla osinkoennusteillamme osinkotuotto on 5-6 %:n tasolla. Vahva rahavirta antaa hyvät edellytykset suhteellisen korkeaan voitonjakoon, mutta arvioimme yhtiön edelleen pyrkivän myös epäorgaaniseen kasvuun linjassa strategian kanssa.

Vuoden 2022 kertoimilla osake on neutraalisti hinnoiteltu. Näin ollen osakkeen tuotto-odotus muodostuu osinkotuotosta ja tuloskasvusta vajaan 15 %:n tasolle ja tuotto/riski-suhde on houkutteleva. Yhtiön palattua kestävästi orgaaniselle kasvuralle, kannattavuuden parantuessa ja/tai pohjoismaisen integraation edetessä voidaan yhtiölle alkaa hyväksyä asteittain lähes sektorin arvostusta.

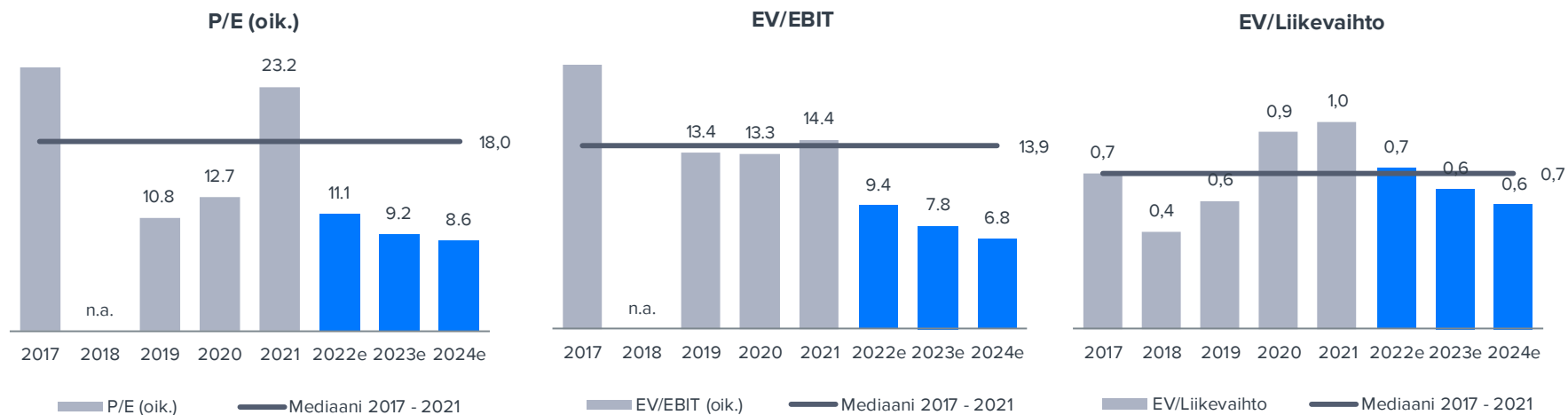
Osaketuoton ajurit 2022-2024



Arvostustaulukko

Arvostustaso	2017	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e	2025e
Osakekurssi	0,94	0,36	0,72	1,28	1,52	1,17	1,17	1,17	1,17
Osakemäärä, milj. kpl	37,2	37,2	36,8	37,4	36,6	36,6	36,6	36,6	36,6
Markkina-arvo	34	13	27	48	55	43	43	43	43
Yritysarvo (EV)	47	28	38	60	63	52	48	44	40
P/E (oik.)	93,7	n.a.	10,8	12,7	23,2	11,1	9,2	8,6	7,8
P/E	neg.	neg.	63,3	27,1	12,3	11,7	10,0	9,4	8,4
P/Kassavirta	neg.	neg.	2,7	neg.	7,3	19,8	7,0	6,7	6,2
P/B	1,3	0,6	1,2	2,0	2,2	1,6	1,5	1,4	1,3
P/S	0,5	0,2	0,4	0,7	0,8	0,6	0,6	0,6	0,5
EV/Liikevaihto	0,7	0,4	0,6	0,9	1,0	0,7	0,6	0,6	0,5
EV/EBITDA (oik.)	36,1	neg.	7,4	8,4	6,3	6,5	5,6	4,9	4,2
EV/EBIT (oik.)	83,2	n.a.	13,4	13,3	14,4	9,4	7,8	6,8	5,7
Osinko/tulos (%)	0,0 %	0,0 %	0,0 %	84,9 %	65,1 %	50,0 %	51,2 %	55,9 %	57,6 %
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %	3,1 %	5,3 %	4,3 %	5,1 %	6,0 %	6,8 %

Lähde: Inderes



Vertailuryhmä

Yhtiö	Osakekurssi	Markkina-arvo MEUR	Yritysarvo MEUR	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%	
				2022e	2023e	2022e	2023e	2022e	2023e	2022e	2023e	2022e	2023e
Digia*	6,95	186	196	10,5	8,8	8,7	7,3	1,2	1,0	12,2	10,9	3,3	2,4
Digital Workforce*	4,40	49	34					1,4	1,3				3,3
Gofore*	21,35	328	306	14,9	13,1	13,8	11,6	2,1	1,9	19,5	17,6	1,9	4,3
Loihde*	11,60	65	26	5,2	4,1	2,4	3,1	0,2	0,2	15,0	12,7	3,4	0,7
Nixu*	5,40	40	44	121,1	17,2	23,8	11,2	0,8	0,7		22,1		3,2
Silli*	14,20	99	113	9,3	8,1	7,6	6,7	1,0	0,9	11,4	10,2	3,5	3,2
Solteq*	2,51	49	78	12,5	9,8	6,7	5,7	1,0	0,9	13,5	10,7	5,6	1,6
TietoEVERY*	24,08	2852	3353	8,8	7,9	7,7	6,5	1,2	1,1	10,0	9,1	6,2	1,6
Vincit*	5,70	70	59	7,4	5,9	6,8	5,6	0,8	0,7	11,2	9,4	4,2	2,4
Netum*	4,08	47	47	11,2	9,9	10,7	9,5	1,6	1,4	14,4	13,2	3,2	3,6
Witted*	4,73	66	56	56,2	18,8	54,1	18,6	1,0	0,7	173,9	30,1		6,2
Bouvet	59,4	593	566	15,2	13,4	12,6	11,2	1,9	1,7	20,8	18,3	4,4	5,0
ENEA	115,20	233	301	18,7	13,4	9,7	8,0	3,1	3,2	14,2	15,1		
KnowIT	292,00	752	775	14,9	13,3	9,9	9,2	1,3	1,2	19,1	17,3	2,6	2,8
Innofactor (Inderes)	1,17	43	52	9,4	7,8	6,5	5,6	0,7	0,6	11,1	9,2	4,3	5,1
Keskiarvo				23,5	11,0	13,4	8,8	1,3	1,2	27,9	15,1	3,8	3,1
Mediaani pohjoismaiset yhtiöt				12,5	9,9	9,7	8,0	1,2	1,1	14,3	13,2	3,5	3,2
<i>Erotus-% vrt. mediaani</i>				-25 %	-20 %	-33 %	-29 %	-36 %	-39 %	-22 %	-31 %	22 %	60 %
Mediaani suomalaiset yhtiöt				10,9	9,3	8,2	7,0	1,0	0,9	13,5	11,8	3,5	3,2
<i>Erotus-% vrt. mediaani</i>				-14 %	-16 %	-20 %	-19 %	-29 %	-31 %	-18 %	-23 %	22 %	60 %

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

Tase

Vastaavaa	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Pysyvät vastaavat	39,6	35,7	37,6	36,6	35,5
Liikearvo	26,5	26,4	27,9	27,9	27,9
Aineettomat hyödykkeet	2,1	0,6	0,6	0,6	0,6
Käyttöomaisuus	4,3	3,7	5,1	5,2	5,2
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut sijoitukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset varat	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1
Laskennalliset verosaamiset	6,4	4,8	3,9	2,8	1,6
Vaihtuvat vastaavat	17,0	15,4	16,2	20,5	21,5
Vaihto-omaisuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut lyhytaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Myyntisaamiset	13,9	13,4	14,7	15,7	16,1
Likvidit varat	3,1	2,0	1,5	4,9	5,3
Taseen loppusumma	56,6	51,1	55,1	58,1	57,5

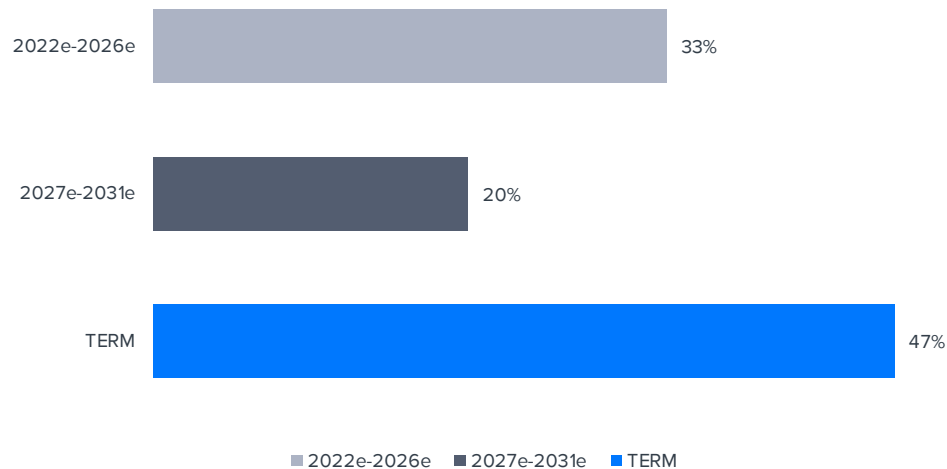
Lähde: Inderes

Vastattavaa	2020	2021	2022e	2023e	2024e
Oma pääoma	23,4	25,5	26,2	28,7	31,1
Osakepääoma	2,1	2,1	2,1	2,1	2,1
Kertyneet voittovarot	0,4	3,1	3,9	6,3	8,7
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Muu oma pääoma	20,9	20,2	20,2	20,2	20,2
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pitkäaikaiset velat	12,9	7,8	10,0	9,5	6,5
Laskennalliset verovelat	1,8	1,5	1,5	1,5	1,5
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lainat rahoituslaitoksilta	11,1	6,3	8,5	8,0	5,0
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lyhytaikaiset velat	20,2	17,8	18,9	19,9	19,9
Lainat rahoituslaitoksilta	4,3	3,5	2,1	2,0	1,5
Lyhytaikaiset korottomat velat	16,0	14,3	16,8	17,9	18,4
Muut lyhytaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Taseen loppusumma	56,6	51,1	55,1	58,1	57,5

DCF-laskelma

DCF-laskelma	2021	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	TERM
Liikevoitto	6,5	5,3	5,7	6,0	6,5	6,9	6,7	6,0	6,1	6,3	6,4	
+ Kokonaispoistot	3,6	2,6	2,8	2,9	2,9	2,5	2,6	2,6	3,4	3,1	2,9	
- Maksetut verot	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-1,4	-1,2	-1,3	-1,3	-1,4	
- verot rahoituskuluista	-0,2	-0,2	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
+ verot rahoitustuotoista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Käyttöpääoman muutos	-1,1	1,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,0	
Operatiivinen kassavirta	8,9	9,0	8,6	8,9	9,5	9,5	8,0	7,4	8,4	8,1	8,1	
+ 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	-1,3	-6,8	-2,5	-2,6	-2,6	-2,7	-2,7	-2,8	-2,8	-2,8	-3,0	
Vapaa operatiivinen kassavirta	7,6	2,2	6,1	6,4	6,9	6,8	5,3	4,7	5,6	5,3	5,1	
+/- 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	7,6	2,2	6,1	6,4	6,9	6,8	5,3	4,7	5,6	5,3	5,1	72,7
Diskontattu vapaa kassavirta		2,1	5,4	5,2	5,1	4,6	3,3	2,7	2,9	2,6	2,3	32,2
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		68,2	66,2	60,8	55,6	50,5	45,9	42,6	40,0	37,0	34,5	32,2
Velaton arvo DCF		68,2										
- Korolliset velat		-9,8										
+ Rahavarat		2,0										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		-2,9										
Oman pääoman arvo DCF		57,4										
Oman pääoman arvo DCF per osake		1,57										

Rahavirran jakauma jaksoittain



Pääoman kustannus (wacc)

Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	10,0 %
Vieraan pääoman kustannus	6,0 %
Yrityksen Beta	1,45
Markkinoiden riski-preemio	4,75 %
Likviditeettipreemio	0,50 %
Riskitön korko	2,0 %
Oman pääoman kustannus	9,4 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	8,9 %

Yhteenveto

Tuloslaskelma	2019	2020	2021	2022e	2023e	Osakekohtaiset luvut	2019	2020	2021	2022e	2023e
Liikevaihto	64,2	66,2	66,4	69,9	74,6	EPS (raportoitu)	0,01	0,05	0,12	0,10	0,12
Käyttökate	5,1	7,2	10,1	8,0	8,5	EPS (oikaistu)	0,07	0,10	0,07	0,11	0,13
Liikevoitto	0,8	2,5	6,5	5,3	5,7	Operat. kassavirta / osake	0,22	0,13	0,24	0,25	0,23
Voitto ennen veroja	0,0	2,1	5,7	4,6	5,4	Vapaa kassavirta / osake	0,27	-0,01	0,21	0,06	0,17
Nettovoitto	0,4	1,8	4,5	3,7	4,3	Omapääoma / osake	0,60	0,63	0,70	0,72	0,78
Kertaluontoiset erät	-2,0	-2,0	2,1	-0,2	-0,4	Osinko / osake	0,00	0,04	0,08	0,05	0,06
Tase	2019	2020	2021	2022e	2023e	Kasvu ja kannattavuus	2019	2020	2021	2022e	2023e
Taseen loppusumma	55,7	56,6	51,1	55,1	58,1	Liikevaihdon kasvu-%	2 %	3 %	0 %	5 %	7 %
Oma pääoma	22,1	23,4	25,5	26,2	28,7	Käyttökateen kasvu-%	n.a.	n.a.	41 %	-21 %	7 %
Liikearvo	26,0	26,5	26,4	27,9	27,9	Liikevoiton oik. kasvu-%	n.a.	n.a.	-2 %	26 %	10 %
Nettovelat	11,1	12,3	7,9	9,1	5,1	EPS oik. kasvu-%	n.a.	n.a.	-35 %	62 %	21 %
Kassavirta	2019	2020	2021	2022e	2023e	Käyttökate-%	7,9 %	10,8 %	15,2 %	11,4 %	11,4 %
Käyttökate	5,1	7,2	10,1	8,0	8,5	Oik. Liikevoitto-%	4,4 %	6,8 %	6,6 %	7,9 %	8,2 %
Nettokäyttöpääoman muutos	3,2	-2,0	-1,1	1,2	0,1	Liikevoitto-%	1,2 %	3,8 %	9,8 %	7,7 %	7,7 %
Operatiivinen kassavirta	8,1	5,0	8,9	9,0	8,6	ROE-%	1,9 %	7,7 %	18,4 %	14,2 %	15,6 %
Investoinnit	-7,0	-2,2	-1,3	-6,8	-2,5	ROI-%	2,3 %	6,9 %	17,7 %	14,9 %	15,2 %
Vapaa kassavirta	9,8	-0,5	7,6	2,2	6,1	Omavaraisuusaste	39,7 %	41,4 %	49,9 %	47,6 %	49,4 %
						Nettovelkaantumisaste	49,9 %	52,6 %	30,8 %	34,8 %	17,9 %
Arvostuskertoimet	2019	2020	2021	2022e	2023e						
EV/Liikevaihto	0,6	0,9	1,0	0,7	0,6						
EV/EBITDA (oik.)	7,4	8,4	6,3	6,5	5,6						
EV/EBIT (oik.)	13,4	13,3	14,4	9,4	7,8						
P/E (oik.)	10,8	12,7	23,2	11,1	9,2						
P/B	1,2	2,0	2,2	1,6	1,5						
Osinkotuotto-%	0,0 %	3,1 %	5,3 %	4,3 %	5,1 %						

Lähde: Inderes

Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

Suositushistoria (>12 kk)

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 (välttämät ja välilliset vahingot), joita tietojen käytöstä voi aiheutua. Raportilla esitettyjen tietojen perustana oleva informaatio voi muuttua nopeastikin. Inderes ei sitoudu ilmoittamaan esitettyjen tietojen/kannanottojen mahdollisista muutoksista.

Tuotetut raportit on tarkoitettu informatiiviseen käyttöön, joten raportteja ei tule käsittää tarjoukseksi tai kehotukseksi ostaa, myydä tai merkitä sijoitustuotteita. Asiakkaan tulee myös ymmärtää, että historiallinen kehitys ei ole tae tulevasta. Tehdessään päätöksiä sijoitustoimenpiteistä, asiakkaan tulee perustaa päätöksensä omaan tutkimukseensa, sekä arvioonsa sijoituskohteen arvoon vaikuttavista seikoista ja ottaa huomioon omat tavoitteensa, taloudellinen tilanteensa sekä tarvittaessa käytettävä neuvonantajia. Asiakas vastaa sijoituspäätöksensä tekemisestä ja niiden taloudellisesta tuloksesta.

Inderesin tuottamia raportteja ei saa muokata, kopioida tai saattaa toisten saataville kokonaisuudessaan tai osissa ilman Inderesin kirjallista suostumusta. Mitään tämän raportin osaa tai raporttia kokonaisuudessaan ei saa missään muodossa luovuttaa, siirtää tai jakaa Yhdysvaltoihin, Kanadaan tai Japaniin tai mainittujen valtioiden kansalaisille. Myös muiden valtioiden lainsäädännössä voi olla tämän raportin tietojen jakeluun liittyviä rajoituksia ja henkilöiden, joita mainitut rajoitukset voivat koskea, tulee ottaa huomioon mainitut rajoitukset.

Inderes antaa seuraamilleen osakkeille tavoitehinnan. Inderesin käyttämä suositusmetodologia perustuu osakkeen 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 tehdyn arvion 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.

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
15/06/2018	Vähennä	0,80 €	0,79 €
25/07/2018	Vähennä	0,77 €	0,76 €
09/10/2018	Vähennä	0,63 €	0,63 €
31/10/2018	Vähennä	0,52 €	0,50 €
28/01/2019	Myy	0,35 €	0,40 €
06/03/2019	Vähennä	0,45 €	0,47 €
15/05/2019	Vähennä	0,58 €	0,60 €
05/06/2019	Vähennä	0,68 €	0,71 €
24/07/2019	Lisää	0,68 €	0,63 €
30/10/2019	Lisää	0,80 €	0,75 €
26/02/2020	Lisää	0,90 €	0,78 €
01/04/2020	Vähennä	0,68 €	0,66 €
05/05/2020	Lisää	0,90 €	0,84 €
23/06/2020	Lisää	0,95 €	0,90 €
24/06/2020	Lisää	1,30 €	1,19 €
28/10/2020	Lisää	1,40 €	1,28 €
19/02/2021	Osta	1,80 €	1,43 €
28/04/2021	Vähennä	2,00 €	1,97 €
10/06/2021	Lisää	2,00 €	1,72 €
23/07/2021	Lisää	2,00 €	1,86 €
27/10/2021	Lisää	1,80 €	1,59 €
18/02/2022	Lisää	1,50 €	1,33 €
27/04/2022	Lisää	1,45 €	1,24 €
28/06/2022	Lisää	1,35 €	1,17 €

Inderesin tehtävä on yhdistää pörssiyritykset ja sijoittajat. Tuotamme laadukasta analyysiä ja sisältöjä laajan sijoittajayhteisöömme tarpeisiin.

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

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

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

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.**