

BILOT

Laaja raportti

28.9.2021 7:40



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

✓ Inderes Yhtiöasiakas

inde
res.

Takaisin kasvu-uralle

Bilot on vakaalle perustalle rakennettu IT-konsulttitalo, jota on kehitetty historiassa pitkäjänteisesti ja hallituin riskein. Korona teki kuopan kasvutarinaan, mutta alkuvuonna yhtiö pääsi jälleen kiinni orgaaniseen kasvuun. Uusi johto aloitti keväällä organisaation uudistusprosessin ja haluaa sekä vauhdittaa rekrytointia että terävöittää asiakasviestiä. Vahvan taseen ja hyvän kassavirran pitäisi antaa hyvin liikkumavaraa toteuttaa kasvustrategiaa myös epäorgaanisesti, mikäli kuuma markkina tarjoaa tähän mahdollisuuksia. Arvostus on kurssilaskun myötä nyt houkutteleva (2022e EV/EBITA 9x) ja tuotto-odotus puoltaa positiivista näkemystä osakkeesta. Nostamme Bilotin suosituksen lisää-tasolle (aik. vähennä) ja toistamme 7,8 euron tavoitehinnan.

Digitaalisen liiketoiminnan ratkaisuja rakentava IT-konsultti

Bilot toimittaa asiakkailleen digitaalisen liiketoiminnan IT-ratkaisuja, joiden tavoitteena on tuoda asiakkaalle uutta liiketoimintaa ja kilpailuetua digitaalisuuden avulla. Bilotilla on Suomessa vakuuttava asiakasportfolio suuryrityssegmentissä vaativilla ratkaisualueilla etenkin SAP-liitännäisissä järjestelmissä. Bilotin saavuttama asema suurten asiakkaiden liiketoimintakriittisissä järjestelmissä vahvan asiakaspidon alueilla luo yhtiölle hyvän alustan toteuttaa kasvustrategiaa laajentamalla toimitusta kattamaan koko elinkaaritajon. Myös IT-markkinan trendit ovat kääntymässä Bilotin digitaaliseen liiketoimintaan keskittyvän palveluportfolion näkökulmasta suosiollisiksi 2020-luvulle lähdeettäessä. Yhtiö on lisäksi edennyt hyvin kansainvälistymisessä Puolan ja Ruotsin markkinoilla.

Uuden johdon myötä panostetaan henkilöstöön ja terävöitetään asiakasviestiä

Toukokuussa aloittaneella toimitusjohtajalla on kolme pääteemaa: 1) rekrytointi ja 2) asiakasviestiä sekä 3) tarjoaman ja organisaatiotekniikan selkeyttäminen vastaamaan paremmin asiakkaan tarpeita sekä tukemaan kyvykkyyttä kokonaistoimituksiin elinkaaren eri vaiheissa. H1:n aikana yhtiö tehosti hallintorakenteita ja terävöitti markkinointia. H2:lla yhtiö on jatkanut vahvaa rekrytointia ja erityisen tärkeää on saada vaihtuvuus laskuun. Lisäksi yhtiö terävöittää asiakasviestiä, vahvistaa osaamisalueita ja uudelleenorganisoituu palvelukehityksen eri vaiheet kattaviin tiimeihin, jotta kokonaisia tiimejä pystytään helpommin myymään asiakkaalle. Myynnin tehostamisen tuloksia pitäisi sitten näkyä H1'22:lla. Maantieteellisesti yhtiö toimii jo nyt rajojen yli, mutta tavoitteena on ymmärryksemme mukaan edelleen lisätä Puolasta tehtyjä nearshore-toimituksia.

Paluu kasvu-uralle

Odotamme yhtiön palanneen koronan luoman kuopan jälkeen nyt kestävästi kasvu-uralle ja kasvavan lähivuodet orgaanisesti 6 %:n vauhtia. Ennustamme EBITA-%:n nousevan asteittain 10 %:iin vuonna 2024 laskutusasteiden nousun ajamana. Yhtiön strategisena tavoitteena on 10 %:n liikevoittomarginaali liikearvon poistoista oikaistuna (EBITA) sekä 50 MEUR liikevaihto vuonna 2024, mikä tarkoittaa, että kasvua haetaan myös yritysostoilla (2020 liikevaihto 18,2 MEUR). Yritysjärjestelymarkkina on kuitenkin hyvin kuuma ja lisäarvon luominen on haastavampaa.

Arvostus on kurssilaskun jälkeen nyt houkutteleva

Sijoitusprofiililtaan yhtiö on palaamassa nyt koronan jälkeen kasvuyhtiöksi. Vahvan taseen huomioiva 2022e EV/EBITA on 9x tai 17 % alle suomalaisten verrokkien, mikä on houkutteleva taso. Tuotto-odotus, joka muodostuu arvostuskertoimien nousuvarasta, osinkotuotosta (~2 %) ja tuloskasvusta (10 %) nousee noin 15 %:n tasolle ja puoltaa positiivista näkemystä. Riskinä lyhyellä aikavälillä on korkean vaihtuvuuden jatkuminen ja yritysjärjestelyt.

Suositus

Lisää

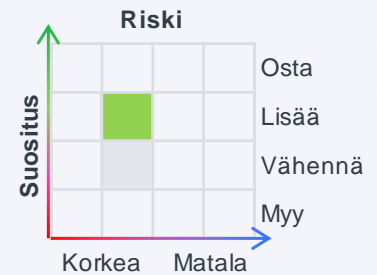
(aik. Vähennä)

7,80 EUR

(aik. 7,80 EUR)

Osakekurssi:

6,90



Avainluvut

	2020	2021e	2022e	2023e
Liikevaihto	18,2	26,8	28,4	30,1
kasvu-%	-1 %	47 %	6 %	6 %
EBIT oik.	0,8	2,2	2,5	2,8
EBIT-% oik.	4,2 %	8,2 %	8,9 %	9,4 %
Nettotulos	-0,4	0,9	1,4	1,6
EPS (oik.)	0,28	0,37	0,43	0,48
P/E (oik.)	26,5	18,6	15,9	14,4
P/B	1,9	1,8	1,7	1,6
Osinkotuotto-%	0,0 %	1,2 %	1,4 %	1,9 %
EV/EBIT (oik.)	36,0	11,0	8,8	7,3
EV/EBITDA	29,7	10,2	8,2	6,8
EV/Liikevaihto	1,5	0,9	0,8	0,7

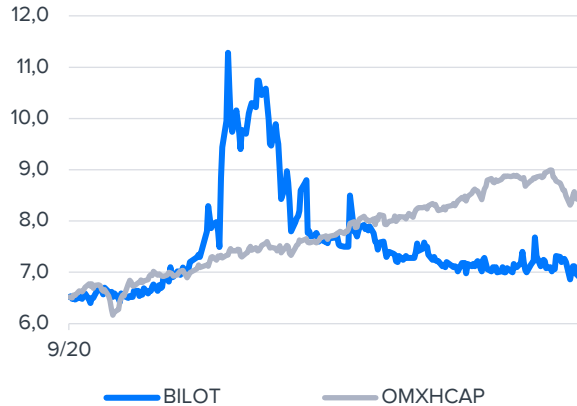
Lähde: Inderes

Ohjeistus

(Ennallaan)

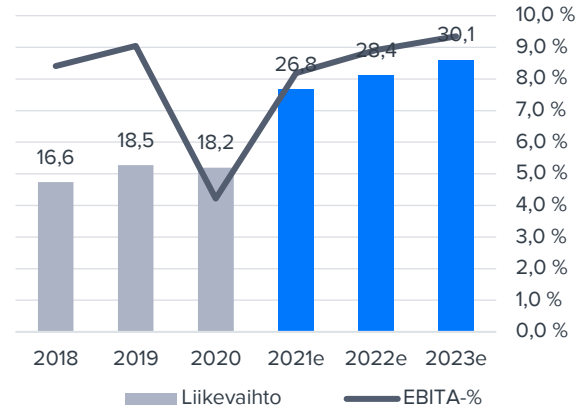
Bilot odottaa liikevaihdon olevan 25-27 MEUR ja EBITA suurempi kuin vertailukaudella (2020: 0,8 MEUR).

Osakekurssi



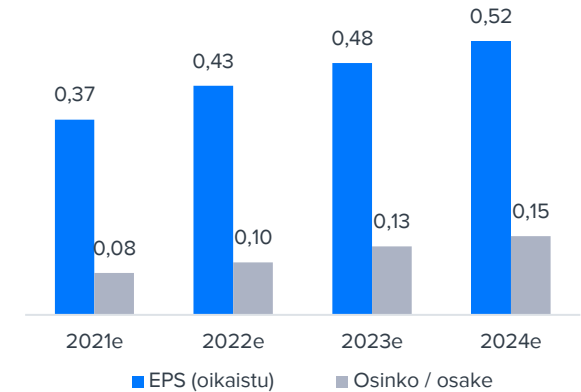
Lähde: Thomson Reuters

Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes



Arvoajurit

- Liikevaihdon markkinaa nopeampi orgaaninen kasvu Suomessa ja kansainvälisesti
- Vahva kasvu purkaisu samalla alennusta sektoriin
- Kannattavuuden nousu laskutusasteiden ja arvoketjuaseman parantuessa
- Teknologiaportfolio laajentaminen
- Yrityssotot



Riskitekijät

- Työntekijöiden saatavuus
- Kulttuurin muutos
- Riippuvuus keskeisistä ekosysteemeistä kuten SAP ja Microsoft
- Suurten asiakkaiden iso osuus liikevaihdosta ja neuvotteluvoima
- Suurten ja kansainvälisten kilpailijoiden kilpailupaine
- Kansainvälistymisen ja yritysostojen onnistuminen

Arvostustaso	2021e	2022e	2023e
Osakekurssi	6,90	6,90	6,90
Osakemäärä, milj. kpl	5,03	5,03	5,03
Markkina-arvo	35	35	35
Yritysarvo (EV)	24	22	21
P/E (oik.)	18,6	15,9	14,4
P/E	37,3	25,0	21,6
P/Kassavirta	16,8	16,7	14,9
P/B	1,8	1,7	1,6
P/S	1,3	1,2	1,2
EV/Liikevaihto	0,9	0,8	0,7
EV/EBITDA (oik.)	10,2	8,2	6,8
EV/EBIT (oik.)	11,0	8,8	7,3
Osinko/tulos (%)	43,3 %	36,3 %	40,7 %
Osinkotuotto-%	1,2 %	1,4 %	1,9 %

Lähde: Inderes

Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	5-10
IT-palvelumarkkinat	11-19
Kilpailu	20-24
Strategia	25-28
Historiallinen kehitys	29
Ennusteet	30-31
Sijoitusprofiili	32-33
Arvonmääritys	34-36
Taulukot	37-40
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	41

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 1/3

Yhtiökuvaus

SAP-ekosysteemissä kasvanut IT-konsultti

Bilotin perusti vuonna 2005 joukko alansa johtavia asiantuntijoita tuottamaan asiantuntijapalveluita SAP-ohjelmistoihin pohjautuviin asiakasprojekteihin. Suomen IT-markkinalla oli tuolloin meneillään suuryritysten investointiaalto mittaviin ERP-hankkeisiin, joita pääasiassa suuret IT-generalistit toimittivat. Bilotin perustajat näkivät, että markkinan seuraava aalto muodostuisi näiden ERP-järjestelmien päälle rakennettavista toiminnallisuuksista. Samalla tämä oli IT-markkinan osa-alue, jota suuria hankkeita toimittavat kilpailijat eivät nähneet kiinnostavana sen pienen volyymin takia. Bilotin osaajien vahva asiantuntemus SAP-järjestelmistä sekä SAP:n vahva markkina-asema Suomen suuryritysassiakkaiden segmentissä loivat Bilotin kasvulle hyvän ympäristön, joka on kantanut tähän päivään asti. Tätä on lisäksi tukenut SAP-ohjelmistoperheen jatkuva laajentuminen ja tulevina vuosina SAP:n oma pilvitransformaatio.

Bilot ei alkuaikoina toimittanut ERP-järjestelmiä vaan keskittyi niiden päälle rakennettaviin liiketoimintaratkaisuihin. CastorIT-yritystoston myötä tarjooma on kasvanut myös ERP-toimituksilla, sekä ylläpitopalveluilla SAP-ekosysteemissä. Yhtiön toimittamat järjestelmät liittyvät asiakkaan liiketoiminnan ydinprosesseihin ja digitaaliseen liiketoimintaan. Näkemyksemme mukaan tämä taustajärjestelmien ymmärrys yhdistettynä asiakasrajapinnan ratkaisuihin on osaamisalueiden yhdistelmä, joka on nousemassa merkittävään rooliin IT-markkinan seuraavassa aallossa 2020-luvulla.

Bilotia on läpi sen historian kehitetty pitkäjänteisesti henkilöstöomisteisena. Yhtiö ei ole

historiassaan ottanut merkittäviä riskejä liiketoiminnan laajentamisessa ja kasvu on ollut pääosin tulorahoitteista. Viime syksynä tämä kuitenkin muuttui, kun yhtiö vahvisti SAP-asiantuntijapalveluiden tarjoomaansa CastorIT-yritystostolla.

Bilotin viimeisen 12kk liikevaihto oli 23,8 miljoonaa euroa ja yhtiö työllisti lähes 200 osaajaa H1'21 lopussa. Yhtiöllä on toimistot Suomessa Helsingissä, Espoossa ja Jyväskylässä, Puolassa Poznańissa ja Varsovassa sekä Ruotsissa Tukholmassa. Puolan liiketoiminta käynnistettiin vuonna 2014, minkä jälkeen se on onnistuneesti kasvanut noin 30 osaajan kokoluokkaan. Puolan yksikkö palvelee pääosin paikallisia asiakkaita ja yhtiö tavoittelee nearshore-toimitusten ja toimituskapasiteetin kasvua jatkossa. Ruotsin toiminta käynnistyi vuonna 2019 ja on kasvanut 15 osaajan paikalliseksi organisaatioksi, minkä lisäksi ruotsalaisia asiakkaita tuetaan Suomesta ja Puolasta käsin. Katso toimitusjohtajan esittely yhtiöstä [tästä](#).

Digitaalinen liiketoiminta keihäänkärkenä

Bilot tunnetaan pääasiassa ERP-asiantuntijana, mutta yhtiö profiloituu palvelualueiden osalta digitaalisen liiketoiminnan ja asiakaskokemuksen alueille eli ratkaisuihin, jotka koskettavat Bilotin asiakkaan asiakasta. Ratkaisujen tavoitteena on tyypillisesti tuoda Bilotin asiakkaalle uutta liiketoimintaa ja kilpailuetua digitaalisuuden avulla, minkä takia ratkaisuiden roolit ovat usein strategisia. Esimerkiksi B2B-verkkokaupparatkaisut ovat yksi yhtiön syömähampaista, ja tällä alueella hankkeet ovat tyypillisesti IT-toimittajalle hyvin vaativia. Bilotin vahvuus tulee syvästä asiakkaan taustajärjestelmien tuntemuksesta, jolloin ratkaisut pystytään integroimaan vertikaalisesti

asiakasrajapinnasta aina ydinjärjestelmiin asti.

Bilot jakaa ratkaisualueensa asiakaskokemukseen, dataan ja analytiikkaan sekä ketterään ohjelmistokehitykseen, teknologiaan sekä CastorIT-yritystoston myötä myös ylläpitoon ja 24h tukeen. Ratkaisuja asiakaskokemuksen alueella ovat verkkokaupat, asiakaspalvelu, asiakkuuden hallinta, markkinoinnin automaatio ja digitaaliset palvelut. Ratkaisujen kaupallinen ulottuvuus edellyttää vahvaa dataosaamista, mikä on ollut Bilotin vahvuuksia alusta asti. Ketterän ohjelmistokehityksen ja teknologian alueella yhtiön vahvuuksia taas on kyky integroida ratkaisut asiakkaan ydinprosesseihin ja -järjestelmiin sekä palvelumuotoiluun, kokonaisarkkitehtuurin ja pilvipohjaisen ohjelmistokehityksen osaaminen. Bilot voi toimittaa asiakkaille yksittäisen ratkaisualan tai asiakkuudet voivat käynnistyä pienestä pistemäisestä toimituksesta. Kilpailukykyisimmillään Bilot on kuitenkin silloin, kun yhtiö toimittaa useita osaamisalueita sisältävän kokonaisratkaisun asiakkaalle.

Bilot hankki perustan datakvykykkyyksiin Louhia-yrityskaupan myötä ja yhtiö panostaa jatkossa vahvasti datakvykykkyyden kasvattamiseen seuraavalle tasolle. Yhtiön toimittamat ratkaisut liittyvät usein pistemäisten ongelmien ratkaisemiseen, mutta tulevaisuudessa tämän osaamisen nivominen osaksi Bilotin kokonaistarjoamaa voi tarjota yhtiölle kilpailuetua. Kilpailukykyä vahvistaakseen yhtiö rakentaa tällä hetkellä myös selvästi vahvempaa palvelumuotoilutarjoamaa. Tämä kvykykyys on haastava rakentaa, koska se on sektorin eniten kilpailtuja osa-alueita. Onnistuessaan se kuitenkin vahvistaa kilpailukykyä ja vie yhtiötä arvoketjussa pykälän ylemmäksi.

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 2/3

Bilotin palvelualueille on arviomme mukaan ominaista korkeat alalle tulon kynnykset sekä pitkät ja vakiintuneet asiakassuhteet. Tämä johtuu siitä, että yhtiö toimii asiakkaan monimutkaisten ja liiketoimintakriittisten ydinprosessien alueella, jolloin IT-toimittajan valinnassa luottamus on korostuneessa roolissa.

Teknologiariippumaton lähestyminen

Teknologioiden näkökulmasta Bilotille ominaista on profiloituminen SAP-sateenvarjon alle kuuluviin yritysohjelmistoihin, mikä perustuu näkemyksemme mukaan pitkälti SAP:n merkittävään rooliin Bilotin asiakaskunnassa. Muita yhtiölle olennaisia teknologioita ovat Microsoft, AWS, Salesforce, Google, Marketo, Magento, Neptune Software ja Tableau. Yhtiö kuitenkin toimii teknologiariippumattomasti ja panostaa osaamiseen uusissa teknologioissa markkinanäkemyksen ja asiakastarpeen pohjalta. Valmisohjelmistojen ohella Bilot toimittaa myös avoimeen lähdekoodiin perustuvia räätälöityjä ratkaisuja asiakkaille osana kokonaistoimituksia. Yhtiö ei kuitenkaan lähtökohtaisesti kilpaile suoraan digipalveluiden kehittäjien (kuten Futurece) kanssa, vaan saattaa kumppanoitua toimituksissa.

Suurissa asiakkaissa suuria kilpailijoita vastaan

Bilotin asiakaskunta IT-palvelumarkkinalla on suuryrityksiä, joista yhtiö kilpailee markkinan suurimpia IT-toimittajia vastaan. Asiakkaista noin puolet on yli miljardin euron liikevaihtoluokassa, joten yhtiöllä on sen pieneen kokoluokkaan nähden varsin vakuuttava asiakasportfolio. Arviomme mukaan Bilot on vahvimmillaan usean sadan miljoonan euron liikevaihtoluokassa toimivissa asiakkaissa, joilla on käytössä SAP:n toiminnanohjausjärjestelmä. Näissä asiakkaissa

Bilot pystyy haastamaan suuret generalistit vahvalla paikallisella läsnäololla, asiakaspalvelulla ja paremmalla omistautumisella asiakkaalle. Vastaavasti pienemmillä toimijoilla ei ole tällöin vastaavaa kyvykkyyttä asiakkaan taustajärjestelmien ymmärrykseen tai laajojen kokonaisratkaisujen toimitukseen. Bilot pyrkii saavuttamaan digitaalisen liiketoiminnan alueella strategisen kumppanin aseman, jolloin asiakkaan puolella ostajana on usein liiketoimintajohto tai toimitusjohtaja. Yhä useampi asiakas hakee strategiassaan kasvua ja erottautumistekijöitä digitaalisesta liiketoiminnasta, minkä johdosta Bilotin osaamisalueet ovat nousemassa asiakkaiden näkökulmasta korkeampaan rooliin.

Bilotilla on yli 100 asiakasta ja asiakasportfolio on arviolta edelleen suhteellisen keskittynyt suurimpiin asiakkaisiin (2019 kymmenen suurimman asiakkaan osuus 60 % liikevaihdosta). Yhtiön jaottelemat asiakastoimialat ovat tukkukauppa, valmistava teollisuus, kuluttajatuotteet, elintarviketeollisuus ja palvelualat.

Organisaatiomalli vastamaan kokonaistoimituksia

Monien muiden IT-konsulttitalojen tavoin myös Bilot on lähtenyt soveltamaan organisaation itseohjautuvuuden oppeja. Yhtiö käynnisti siirtymän itseohjautuvuuteen vuonna 2016, jolloin perinteisistä esimiehistä luovuttiin ja henkilöstö jakautui noin 10 hengen tiimeihin, joita tukevat tietyt jaetut funktiot. Käsityksemme mukaan siirtymävaiheen jälkeen vuodesta 2017 alkaen yhtiön organisaatiomalli on saatu toimimaan tehokkaasti, mikä on heijastunut positiivisesti myös yhtiön taloudelliseen kehitykseen.

Uuden toimitusjohtajan yksi pääteemaa on asiakasviestin sekä tarjoaman selkeyttäminen. H1:n

aikana yhtiö tehosti hallintorakenteita ja terävöitti markkinointia. Lisäksi yhtiö terävöittää asiakasviestiä, vahvistaa osaamisalueita ja uudelleenorganisoituu koko elinkaaren kattaviin tiimeihin, jotta kokonaisia tiimejä pystytään helpommin myymään asiakkaalle.

Aikaisemmin yhtiö oli organisoitu vahvemmin yksittäisiin osaamisiin. Uudella mallilla haetaan heti alkuun laajempaa kokonaisuutta, joka ei olisi yhtä vahvasti ristiinmyynnin onnistumisen varassa.

Korkea osaajaprofiili

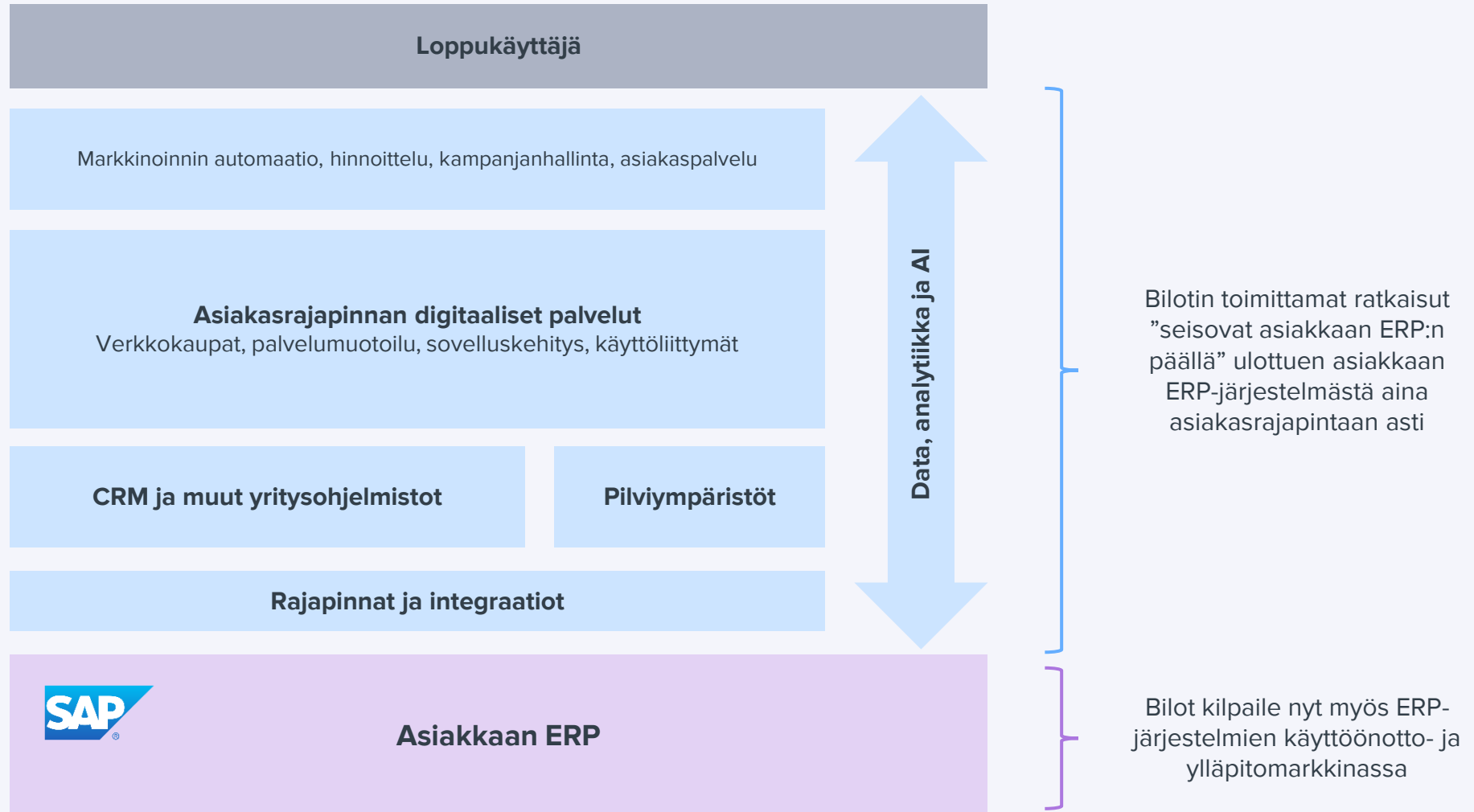
Bilot profiloituu IT-markkinan korkean osaamistason palvelualueille suhteellisen senioripainotteisella osaajakunnalla. Yhtiön melko nuoresta iästä (16 vuotta) huolimatta työntekijöiden keskimääräinen työsuhteen pituus oli yli viisi vuotta ja yli 60 %:lla asiantuntijoista oli yli kahdeksan vuoden kokemus alalta keväällä 2020. Arviomme osaajaprofiiliin edelleen kuvastavan tilannetta.

Liiketoimintamalli

Asiantuntijapalveluita tavanomaisilla toimitusmalleilla

Bilotin liiketoimintamalli perustuu asiantuntijamyyntiin erilaisilla toimitusmalleilla, jotka voivat perustua tuntilaskutukseen, kiinteähintaisiin projektitoimituksiin tai näiden välimuotoihin. Yhtiön toimittamat tyypilliset projektit ovat useiden satojen tuhansien eurojen arvoisia ja niitä seuraa tyypillisesti pienimuotoisempi jatkokehitys- ja ylläpitotyö. Asiakkuuden kehityksessä ja kasvaessa asiakkuuden kokonaislaskutus vuositasolla voi olla yli miljoonan.

Bilotin palvelualueet



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 3/3

Bilot kantaa liiketoiminnassaan jonkin verran projektiriskejä, mutta hankkeiden suhteellisen pienen kokoluokan takia yksittäiset projektit eivät aiheuta kannattavuuden näkökulmasta olennaisia riskejä. Bilotin toimittamia projekteja seuraa usein järjestelmien jatkokehitys ja ylläpitotyö, minkä takia asiakkuudet ovat luonteeltaan tyypillisesti hyvin jatkuvia. Nykyään asiakkaiden IT-kehitys on lisäksi jatkuvasti enemmän jatkuvaa kuin projektiluontoista. Arviomme mukaan noin 75 % liikevaihdosta on projektiliiketoimintaa ja 20 % ylläpito sekä 5 % ohjelmistolisenssien jälleenmyyntiä.

Bilotin osaajien palkkamalli on käsityksemme mukaan kohtalaisen aggressiivisesti laskutuksesta riippuvainen. Tämä tuo kulurakenteeseen tiettyä joustavuutta, mutta samalla rajaa kannattavuuden nousupotentiaalia. Palkkamalli johti ymmärryksemme mukaan joissakin tapauksissa lähtijöihin, kun koronan takia kysyntä hiljeni ja palkkataso tätä seuraten tippui. Laskutukseen pohjautuvat palkkamallit ovat suhteellisen yleisiä IT-konsultialalla.

Bilotin rooli SAP-ekosysteemissä

Bilot mielletään näkemyksemme mukaan vahvasti SAP-taloksi Suomen IT-markkinalla, vaikka yhtiö ei toimita itse SAP-toiminnanohjausjärjestelmiä. Tämä on yhtiölle vahvuus ja heikkous. Kun asiakkaalla on käytössä SAP, on Bilot tunnettu ja arvostettu tekijä markkinalla ja siten todennäköinen toimija, jolta asiakas lähtee ensimmäisten joukossa kysymään tarjousta. Suomen SAP-markkinan absoluuttinen määrittäminen on vaikeaa, mutta Bilotin oman

arvion mukaan suuryhtiöistä noin 80 % käyttää SAP-ratkaisuja. Heikkoudeksi SAP-leimautuminen voi arviomme mukaan muodostua, kun asiakkaan tarve ei ole suoraan SAP-liittännäinen. Siten yhtiön nykyinen brändimielikuva voi vaikeuttaa Bilotin laajentumista uusille palvelualueille.

SAP:n ratkaisutarjoama kattaa lähes kaikki asiakkaan tarvitsemat IT:n osa-alueet. SAP on myös kasvattanut ratkaisutarjoamaansa aktiivisesti yritysostoin. Yhtiö on vuodesta 2016 lähtien toteuttanut 15 yritysostoa, joista suurimmat ovat olleet Qualtrics ja Callidus Softwaren -kaupat vuonna 2018. Bilotin näkökulmasta merkittävin kauppa oli Hybris-yritysosto vuonna 2013, joka on Bilotin tärkeimmän palvelualueen pääteknologia.

Vuonna 2020 SAP päivitti strategiaansa ja tavoittelee vahvempaa roolia pilvitalona. SAP tavoittelee, että pilviliiketoiminnan osuus koko yhtiön liikevaihdosta nousee nykyisestä 60 %:iin vuonna 2025 (nyt 30 %). Lisäksi jo useamman vuoden markkinoilla ollut SAP S/4HANA -transformaatioprosessi on kunnolla käynnistymässä vasta nyt. Ymmärryksemme mukaan Bilot on nyt mukana useassa tarjouskilpailussa. Tyypillisesti nämä suuret projektit ovat kokoluokaltaan useita miljoonia tai jopa yli 10M koko elinkaaren aikana.

Tutkimusyhtiö Gartnerin vertailuissa SAP:n ratkaisut jäävät useimmissa osa-alueissa jalkoihin Microsoft- ja Oracle -ohjelmistoperheiden ratkaisuihin verrattuna. Lisäksi palvelualueesta riippuen markkinalla on erikoistuneita toimijoita, joilla on hyvin kilpailukykyisiä ratkaisuja yksittäisille palvelualueille. Yksi Gartnerin palveluvertailuista,

jossa SAP pärjää parhaiten on digitaalinen liiketoiminta (SAP Hybris), missä teknologia kilpailee rinta rinnan Adoben (Magento), Oraclen ja Salesforce'n kanssa. Uutena ”johtaja”-laatikkoon on viime vuonna noussut commercetools.

Digitaalinen liiketoiminta on samalla myös Bilotille keihäänkärki. Bilot on kertonut harkitsevansa Shopify, Salesforce- ja Magento-osaamisensa vahvistamista, mikä parantaisi näkemyksemme mukaan yhtiön kilpailukykyä digitaalisen liiketoiminnan palvelualueella erityisesti teknologianäkökulmasta katsottuna.

SAP:n laajan ratkaisuvaihtoimen kilpailukyky on perinteisesti parhaimmillaan suurissa yhtiössä. Näin ollen SAP:n kilpailukyky heikkenee siirryttäessä keskisuuriin ja pieniin yhtiöihin, sillä näille yhtiölle on tarjolla kevyempiä ja eri niche-markkinoihin paremmin sopivia ratkaisuja.

Gartnerin Magic Quadrant digitaaliseen liiketoimintaan



Kumppanit



Teknologiatoimittajat
ja partnerit



Alihankkijat,
resurssivuokraajat

Toiminnot

Rekrytointi, HR



Myynti ja
markkinointi



Toteutus
kotimaa



Toteutus
ulkomaat



Palvelualueet

Asiakaskokemus



Data &
analytiikka



Ohjelmisto-
kehitys



Liiketoimintaidea

**Bilot toimittaa digitaalisen
liiketoiminnan liiketoimintaratkaisuja,
jotka palvelevat asiakkaan asiakasta.**

B I L O T

- Asiakkaan strateginen digitaalisen liiketoiminnan kumppani
- Vahvuutena syväosaaminen erityisesti SAP-ohjelmistoissa ja asiakaskokemuksessa
- Ratkaisut ulottuvat vertikaalisesti asiakkaan ERP-järjestelmistä aina asiakasrajapintaan asti

Tavoitteet

50 miljoonan liikevaihto vuoteen 2024 mennessä

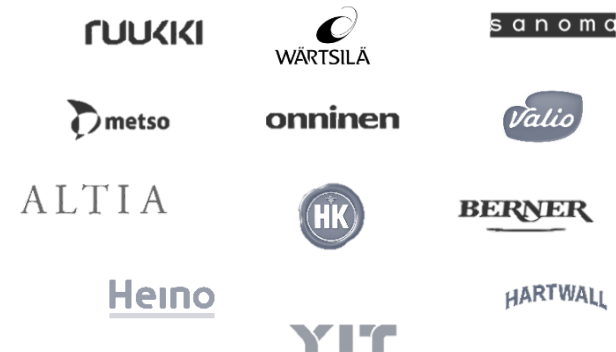
10 %:n liikevoittomarginaali oikaistuna liikearvon poistoilla (EBITA) keskipitkällä aikavälillä

Osingonjakona vähintään 30 % tuloksesta

Kilpailu



Asiakkaita



Kustannusrakenne

200 hlö (2020)
17,3 m€ (2019)



Henkilöstökulut
(65 % liikevaihdosta)



Ulkopuoliset palvelut
(11 %)



Liiketoiminnan muut kulut
(15 %)

Tulovirrat

Liikevaihto 18,2 m€
EBITA 0,8 m€ (2020)

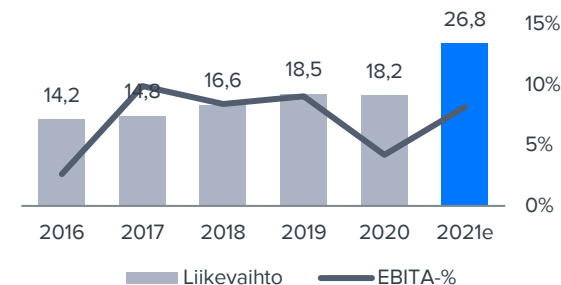
Projekti vs. jatkuva liikevaihto*



75 %

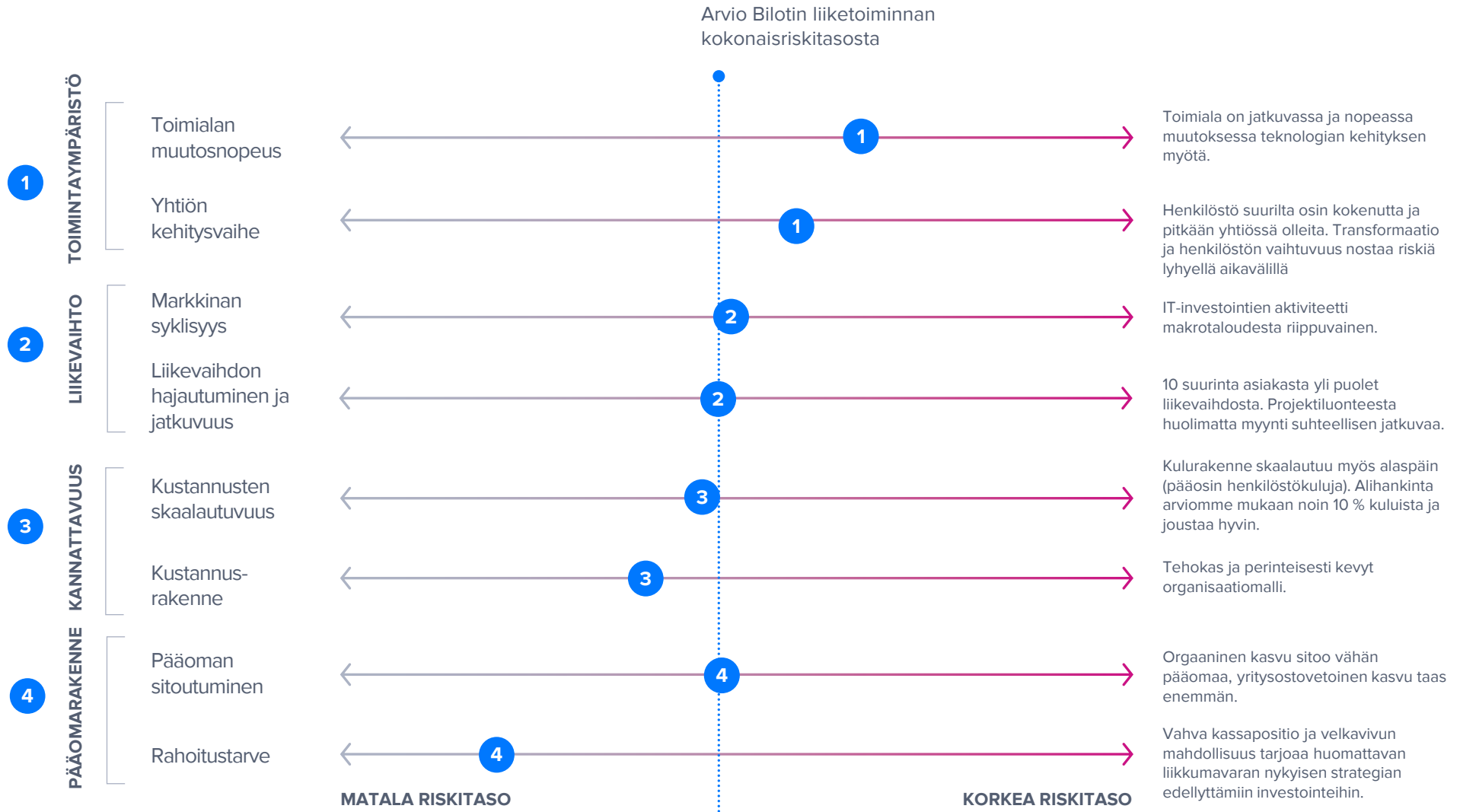


25 %



* Inderes arvio

Liiketoimintamallin riskiprofiili



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 osa-alueita ovat esimerkiksi IT-konsultointi, ohjelmistokehityspalvelut, integrointi- ja käyttöönottopalvelut, ulkoistuspalvelut, ohjelmistojen ylläpito- ja tuki sekä IT-infrastruktuuripalvelut. IT-palvelumarkkinan ja sen euromääräisen koon määrittelmä 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 keskimäärin jopa 10 % vauhtia riippuen osa-alueesta. Markkinan kasvua hidastavat laskeva perinteinen infra ja legacy-ohjelmistojen kysyntä.

Palvelualueittain markkinaa nopeammin kasvavia alueita ovat tutkimuksemme mukaan pilvipalvelut,

transformaatiojohtaminen, data & analytiikka ja 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 joulukuussa 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.

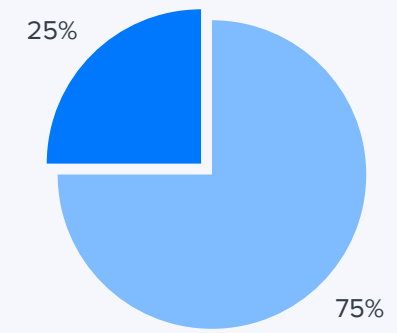
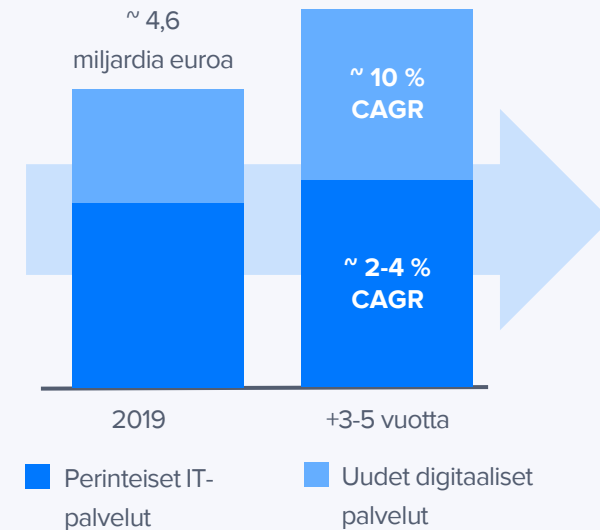
Bilotin kasvu 2010-luvulla mukailee yleisen markkinan kasvua. Vastaavasti näkemyksemme markkinatilanteen muutoksesta Bilotin osaamisalueiden kannalta suotuisammaksi näkyy yhtiön viime vuosien piristyneissä kasvuluvuissa.

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 rajatummalla riskiprofiililla. Markkinan voidaan odottaa kasvavan makrotaloutta nopeammin pitkällä aikavälillä.



Suomen markkina ja kasvukuva



■ Yksityinen sektori ■ Julkinen sektori

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 (kuten Futurice, Solita, Reaktor, Siili, Gofore ja Vincit), jotka ovat profiloituneet tarjoamiltaan uusien digipalveluiden kehittäjiksi. Perinteiset toimijat olivat aluksi hitaita mukauttamaan tarjoamiansa ja kulttuureitaan vastaamaan paremmin markkinan muuttuvaa ostokäyttäytymistä ja palvelualueiden kysyntää.

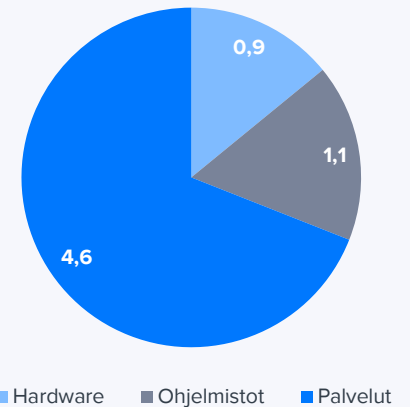
IT-palvelumarkkinan muutosta 2010-luvulla voidaan havainnollistaa yksinkertaistettuna jakamalla markkina voimakkaasti kasvaneisiin uusiin digitaalisiin palveluihin sekä hiipuvaan perinteiseen tietojärjestelmäkehitykseen. Markkinan kahtiajako on nyt kuitenkin

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

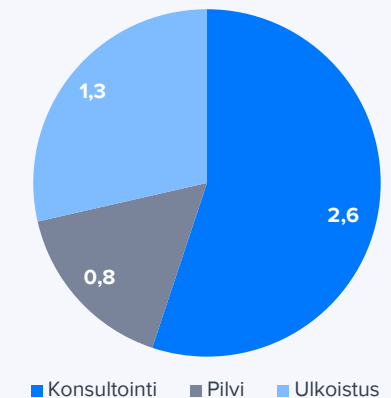
Selkeänä trendinä markkinalla onkin viime vuosina ollut IT-ostamisen vakavoituminen, kun asiakasorganisaatioissa on havaittu, että oikotietä digitalisaatioon ei pystytä hankkimaan ostamalla digisovelluksia tietohallinto ohittaen. Organisaatioiden vakiintuneet tietojärjestelmät eivät katoa, vaan niitä on modernisoitava toimimaan alustoina uusille digipalveluille. IT-investoinnit kohdistuvat uusiin toiminnallisuuksiin, joita rakennetaan rajapintaratkaisulla olemassa olevien järjestelmien päälle. Tämä trendi on vastaavasti palauttanut kilpailuetua perinteisemmille toimijoille, kun taas monet, pääasiassa 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 vuonna 2019, miljardia euroa



Suomen IT-palvelumarkkina vuonna 2019, miljardia euroa



IT-palvelumarkkina 3/7

Markkinassa kolme erilaista aluetta

Olemme jakaneet IT-palvelumarkkinan kolmeen eri osioon (sivu 14) 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, Bitfactor, 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, eCraft, Bilot sekä erityisesti IT-generalistit kuten TietoEVERY ja CGI. Tällä alueella markkinan kasvu on ollut hidasta ja ominaista 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 TietoEVERY, 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 ohjelmistokehittäjäalojen osaaminen ja tarjonta ei tällöin yksinään ulotu riittävän syväälle 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. Näkemyksemme mukaan tämä trendi on selkeä vahvuus Bilotille.

Taustajärjestelmäosaaminen tekee paluuta ja niihin liittyvää data tulee osata hyödyntää

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

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

IT-palvelumarkkinan jakautuminen

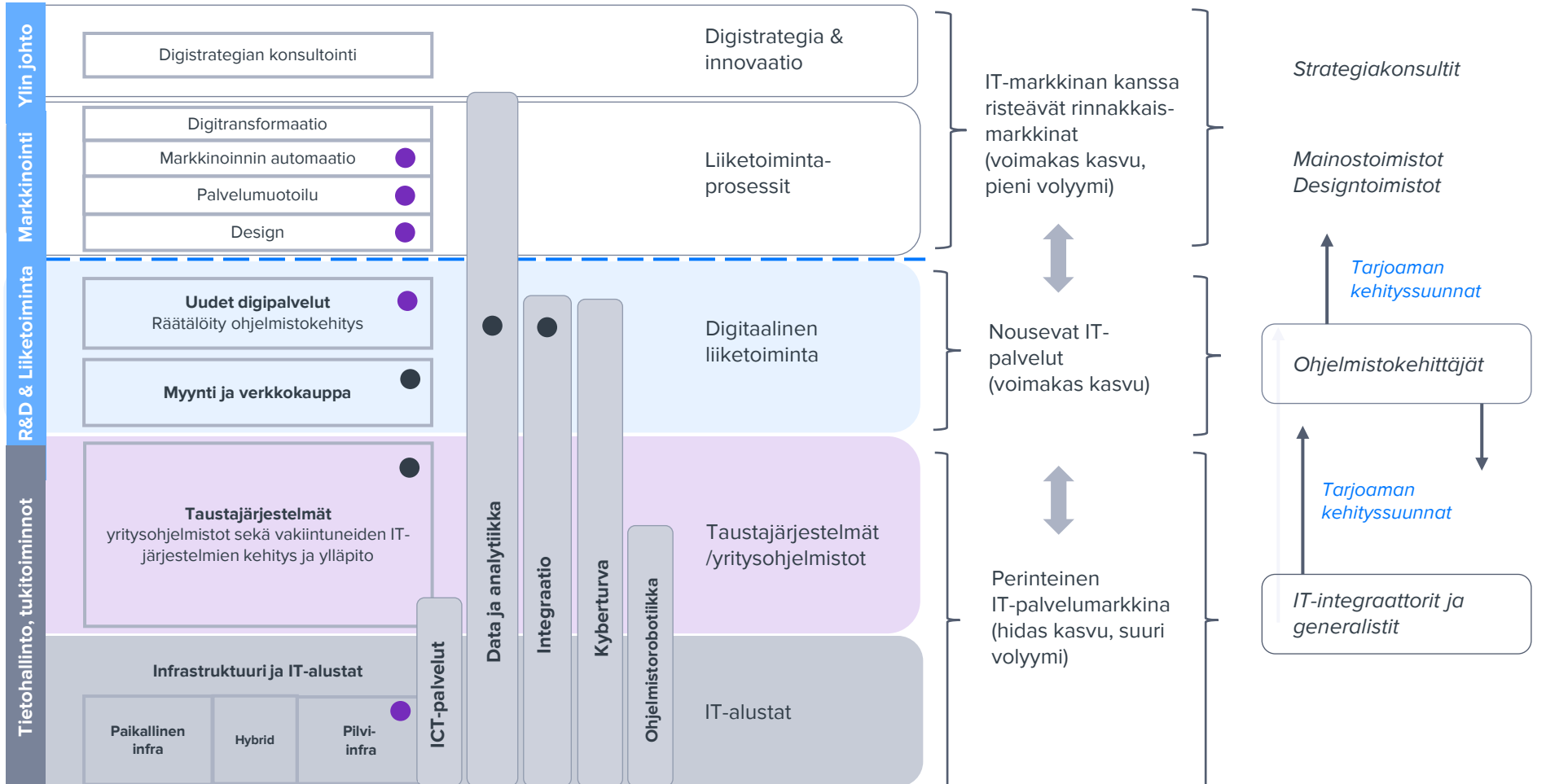
Ostaja

Palvelualueet

Rooli asiakkaan liiketoiminnassa

Markkina

Kilpailu



IT-palvelumarkkina 4/7

Bilot vahvisti H2'20:lla ylläpito-osaamistaan yritysostolla. Bilotin ylläpito ja 24h asiakastuki ovat siten nousseet yhdeksi kilpailueduksi yhtiölle. Läheiset kilpailijat ovatkin indikoineet halunsa laajentua ylläpitoon, mutta perinteisesti tämä on ollut projektiorganisaatioille haastava kyvykkyys rakentaa.

Trendit organisaatioiden IT-ostamisessa

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

Data ja analytiikka on nousemassa jälleen 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 asiakkailla on yhdistää data siiloutuneesta tietohallinnosta läpi koko organisaation markkinointiin ja liiketoimintajohtoon. Voittajia ovat IT-yhtiöt, joilla on yhdistettynä analytiikan, koneoppimisen ja liiketoiminnan ymmärrystä.

Tietoturva on vielä tällä hetkellä suhteellisen pieni osa IT-palvelutoimittajien tarjoamissa, mutta se on datan tavoin nousemassa yhä vahvemmaksi kilpailu- ja hygieniatekijäksi. Ostajat keskittyvät yhä enemmän tietoturvaan ja se on toimittajalle selkeä maineriski.

Alihankintaverkostot ja niiden rakentaminen on yksi viime vuosien selkeitä trendejä. Tällä yhtiöt

paikkaavat osin rekryointitarvetta 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 kyvykkyudet jatkuvien palveluiden tuottamiseen.

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

IT-investoinnit siirtyvät asiakkaan liiketoiminnan tukiprosesseja tehostavista investoinneista kohti liiketoiminnan ydinprosesseja tai itse lopputuotetta parantaviin investointeihin. Häviäjiä ovat liiketoiminnan tukiprosesseja ja ERP-sidosryhmiä perinteisesti palvelleet toimijat.

Hyötyjiä ovat uusien digitaalisten palveluiden kehittäjät, joilla on teknistä osaamista, taustajärjestelmien osaamista sekä liiketoimintaymmärrystä.

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

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

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

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.

IT-palvelumarkkina 5/7

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

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

Halvimpien offshore-resurssien merkitys kilpailutekijänä heikentyy edelleen, sillä uusia digitaalisia palveluita on vaikea toteuttaa luotettavasti, riittävän nopeasti ja kustannustehokkaasti toisella mantereella sijaitsevilla offshore-resurssilla. Ohjelmistorobotiikka heikentää edulliseen työvoimaan pohjautuvaa kilpailuetua entisestään. Nämä trendit palauttavat IT-osaamisen kustannuskilpailuetua Aasiasta Eurooppaan. Häviäjiä ovat toimijat, joiden kilpailuetu on perustunut puhtaasti offshoreen kustannustehokkuuteen. Hyötyjiä ovat toimijat, jotka pystyvät yhdistämään paikallisen läsnäolon lähellä asiakasta sekä saavuttamaan riittävän kustannustehokkuuden hyödyntämällä nearshore-

ja/tai offshore-resurssia oikeassa suhteessa. Lisäksi voittajia ovat ohjelmistorobotiikan osaajat.

Osaajapula, palkkainflaatio ja asiakashinnat on päähkinä ratkottavaksi sektorilla

Näkemyksemme mukaan osaajapulan ja asiakashintoja voimakkaampi palkkainflaatio on yksi sektorin keskipitkän ja pitkän aikavälin keskeisiä haasteita, johon tulisi löytää ratkaisu. Tehokkuutta jatkuvasti parantamalla tämän yhtälön 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. Tällaisia tekijöinä pidämme muun muassa mielenkiintoisia asiakasprojekteja ja oman kehityksen 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 omaamispainotuksesta riippuen. TietoEVRY kertoi alkuvuonna palkkainflaation olevan noin 2 %, mikä on selvästi 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. Koronan myötä asiakashinnoissa on joissakin tilanteissa ollut jopa painetta alas. Henkilöstökulut vastaavat sektorilla karkeasti noin 2/3-osaa kuluista ja vertailu palkkainflaation ei täten mene yksi yhteen, mutta efekti on 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 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 tulevat voittajat näkemyksemme mukaan

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 muutuskävykyys nousee avainrooliin. Tässä uudistumisharjoituksessa epäonnistuminen vaikuttaisi suoraan nykyisiin asiakassuhteisiin, uusien asiakkaiden hankkimiseen, suhteelliseen kilpailuasemaan ja siten pidemmän aikavälin arvonluontikykyyn. Näkemyksemme mukaan IT-palvelumarkkinan kestävin kilpailuetu tulee jatkuvasta muutuskävykyyydestä.

Yritykset, jotka pystyvät vahvemmin yhdistämään myös juniori-resurssit, 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 kyvykyys ylläpitoon ja jatkuviin palveluihin. Ylläpidossa vahvat toimijat ovat vahvoilla myös markkinan heikentyessä. Tämä on monen keskisuuren digipalveluiden kehittäjän heikkous.

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

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



Kilpailuedut markkinalla

- Uudistumiskyky
- Kyky rekrytoida
- Elinkaaritarjooma
- Kuumat osaamisalueet:
 - Transformaatiokyvykyys
 - Datan hyödyntäminen
 - Tietoturva
- Ketteryyt ja nopeus
- Osaajien kyvykytydet (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. Sektorille ominaista on ollut strategisten osaamisalueiden puutteiden paikkaaminen yrityskaupoilla.

Monilla toimijoilla on vahvat kassat ja yritysostot osana strategiaa. Koronan puhjetessa yritysjärjestelyt pysähtyivät, mutta viime syksystä lähtien yritysjärjestelypuoli on ollut jälleen aktiivinen. Sektorin yhtiöiden hinnoittelu on kohonnut tuntuvasti viimeisen viiden vuoden aikana ja tämä korkea hinnoittelu on valunut myös listaamattomien puolelle. Lähelle listayhtiöiden tasoa kohonneet arvostukset heikentävät ostajien edellytyksiä tehdä omistaja-arvoa luovia yrityskauppoja. Siten viisi vuotta sitten erittäin tehokas resepti, jossa listaamattomia ostettiin omaa osaketta käyttäen alemmilla kertoimilla, ei enää toimi vastaavasti.

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

Pääomasijoittajat ovat myös edelleen aktiivisia ja rakentavat IT-osaajataloja. Viime syksynä 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 KnowlTn ja Cybercomin fuusiossa nähtiin. Kiinnostava skenaario voisi olla kahden keskimarkkinan toimijan yhdistäminen vahvemmaksi kokonaisuudeksi haastamaan suuria generalisteja. Näkemyksemme mukaan yhdistymisessä tulisi olla selkeitä liikevaihtosynergioita ja kilpailuetua vahvistavia tekijöitä. Suomen markkinassa on näkemyksemme mukaan listattuja toimijoita, joiden osaamispainotus, maantieteellinen läsnäolo ja asiakasportfolio sopisivat yhteen eri listattujen toimijoiden kanssa.

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

Yritysjärjestelymarkkinan olleessa kuuma on taseiden saaminen tuottavaan työhön haastavaa. Näin ollen yritysostoja on tällä hetkellä tarkkailtava hyvin perusteellisesti ja strategioiden sekä kulttuurien yhteensopivuus nousee entistä suurempaan arvoon.

Sektorin yrityskauppoja

Päivämäärä	Ostaja	Kohde	Liikevaihto MEUR	EBITDA MEUR	EBITDA-%	Henkilöstö	EV MEUR	EV/Sales	EV/EBITDA
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	Beecom (SUI)	10	1,5	15 %	58	10	1,0	6,7
05/21	Loihde (ent. Viria)	Talent Base Oy	7	1,1	15 %	58	10	1,4	6,7
05/21	HiQ	Scandio (GER)				100			
05/21	Knowit	Cybercom				1200			13x
04/21	Vincit	Bonsky Digital	2,7	0,2	7 %	30	2,7-3,0	1,0x-1,1x	13x-15x
03/21	TSS	Innofactorin Prime-liiketoiminta	>2			15			
02/21	Aucerna	TietoEVRYn öljy ja kaasua -liiketoiminta	~50			430	155	3,2x	
02/21	Solteq	Partiture Oy	2,4	1,0	40 %	16		1x	2x-3x
02/21	Gofore	CCEA ja Celkee Oy	5,6	1,2	21 %	50		1,1x	5,1x
12/20	IBM	Nordcloud	80			490			
12/20	Digia	Climber (SE, FI, DK, NED)	14	0,7	5 %	77	8-14	0,6x-1,0x	12x-20x
12/20	Silli	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			
01/19	Vincit	LeanCraft	3,0	>1	>30%		5,5	1,8x	5,5x

Kilpailukenttä 1/5

Kilpailijoita kolmessa tasossa

Suomen IT-palvelumarkkinan hajanaista rakennetta mukaillen myös kilpailukenttästä 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.

Bilotin kilpailijoita ovat lähtökohtaisesti suuret, kansainväliset IT-generalistit. Yksittäisillä palvelualueilla yhtiö kohtaa pieniä erikoistuneita kilpailijoita. Generalisteista lähimpiä kilpailijoita ovat TietoEvy, Fujitsu, CGI ja Accenture. Toisaalta kansainväliset toimijat käyttävät Bilotia alihankkijana Suomessa. Bilot kilpailee harvoin suoraan pienten ohjelmistokehitystalojen kanssa (kuten Vinci), vaan yhtiö tekee näiden kanssa enemmänkin yhteistyötä. Arviomme mukaan Bilot on kilpailussa vahvimmillaan, kun asiakkaan järjestelmät ovat vahvasti SAP-ohjelmistoperheeseen kuuluvia.

Suurien skaalaa vastaan taistellaan eri keinoin

Mielestämme suurten IT-generalistien selkeimpiä vahvuuksia ovat mittavat resurssit ja laajat

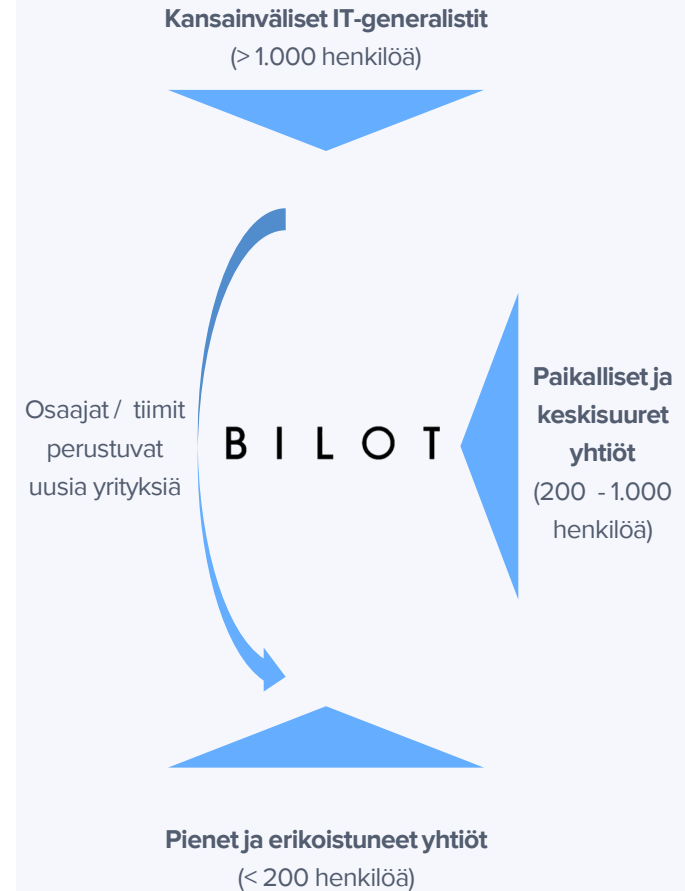
tarjoamat, joita vahvistetaan usein kustannustehokkailla offshore-tuotannoilla. Tyypillisesti näiden toimijoiden asiakas- ja teollisuusportfoliot ovat hyvin laajoja. Näin myös asiakas- ja toimialaymmärrykset ovat yleensä pienempiä toimijoita syvempiä. IT-generalistien geeniperimän ytimessä on vahva taustajärjestelmäosaaminen.

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 kynnystä. IT-generalistien keskeisimmät kilpailuedut voidaan mielestämme tiivistää suuriin resursseihin, asiakkaan kohtaamiin vaihdon kustannuksiin sekä korkeisiin alalle tulon kynnyksiin.

Pienet yhtiöt tarvitsevat ketteryden 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).



Kilpailukentän dynamiikka



Kilpailukenttä 2/5

Näkemyksemme mukaan Bilot erottuu vahvalla osaamisella etenkin SAP-ohjelmistoissa sekä kokonaisratkaisujen toimituskyvykkyydellään. Lisäksi yhtiön digitaaliseen liiketoimintaan pohjautuva lähestymiskulma markkinaa erottaa yhtiötä tukijärjestelmien integraattoreista tai ohjelmistokehitystaloiksi profiloituvista toimijoista.

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 osajien 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 osajille riittävän mielenkiintoisia urapolkua, mikä samalla vaikeuttaa sekä oman liiketoiminnan kasvattamista että arvoketjuaseman kohentamista. Osaajakilpailussa pienten yhtiöiden keskeisimmät valitit 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 näemme, 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 soveltamalla / rakentamalla. Tätä taustaa vasten pidämme aidosti kestävien kilpailuetujen luomista rakenteellisesti vaikeana harjoituksena. Pitkän aikavälin arvonluonnille emme kuitenkaan näe tätä esteenä.



Bilotin kilpailutekijät

Vahvistavat tekijät

- Kyvykkyys toimittaa ja ylläpitää liiketoimintakriittisiä kokonaisjärjestelmiä
- Vahvat asiakkuudet Suomessa
- Näkemyksemme mukaan SAP:n vahva asema yhtiön asiakaskunnassa Suomessa
- Asemoituminen digitaalisen liiketoiminnan ja asiakaskokemuksen alueelle
- Pienen ja ketterän toimijan maine kilpailussa generalisteja vastaan

Heikentävät tekijät

- Vastassa suuria generalisteja, joilla mittavat offshore-resurssit
- Toimialan konsolidaatio voi horjuttaa kilpailutasapainoa
- Useat toimijat pyrkivät rakentamaan vastaavia kyvykkyksiä mitä Bilotilla on
- Raju osaajakilpailu
- Riski väliinputoojan asemasta kilpailussa

Kilpailukenttä 3/5

Vertailuryhmän kasvu ja kannattavuus

Tarkastelemme sivun 23 kuviossa listattujen sekä listaamattomien suomalaisten ja muiden Pohjoismaisten IT-palveluyhtiöiden kasvua ja kannattavuutta

Vertailuryhmän kasvu vuositason 2016-2020 on ollut keskimäärin 16 %, 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 Vincit, Sili, Solita, Futurice, Gofore, Reaktor NetCompany ja Kainos 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 2019-2020 orgaanisen kasvuvauhdin hidastumisena. Selkeä erottuva yhtiö on tanskalainen

Netcompany, joka 3500 osaaajasta huolimatta pystyy kasvamaan palveluliiketoiminnassa orgaanisesti ~20 % ja tekemään 30 % EBITA:a.

Kannattavuuden osalta vertailujoukon keskiarvo on 12 % käyttökatteella (EBITDA-%) mitattuna vuositason 2016-2020 (2015-2019 11,5 %). 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). Yksinumerosiin 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, Vincit, Sofigate, Netum ja Reaktor sekä tanskalainen Netcompany, isobritannialainen Kainos ja ruotsalainen Enea. Ruotsin markkinalla selkeä nousija on HiQ, joka on onnistunut muuntamaan liiketoimintamallinsa vastaamaan markkinatrendeihin. Pääomasijoittaja Triton osti HiQ:n viime vuonna.



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 yritysjärjestelymarkkinan kuumuus rajoittaa potentiaalia



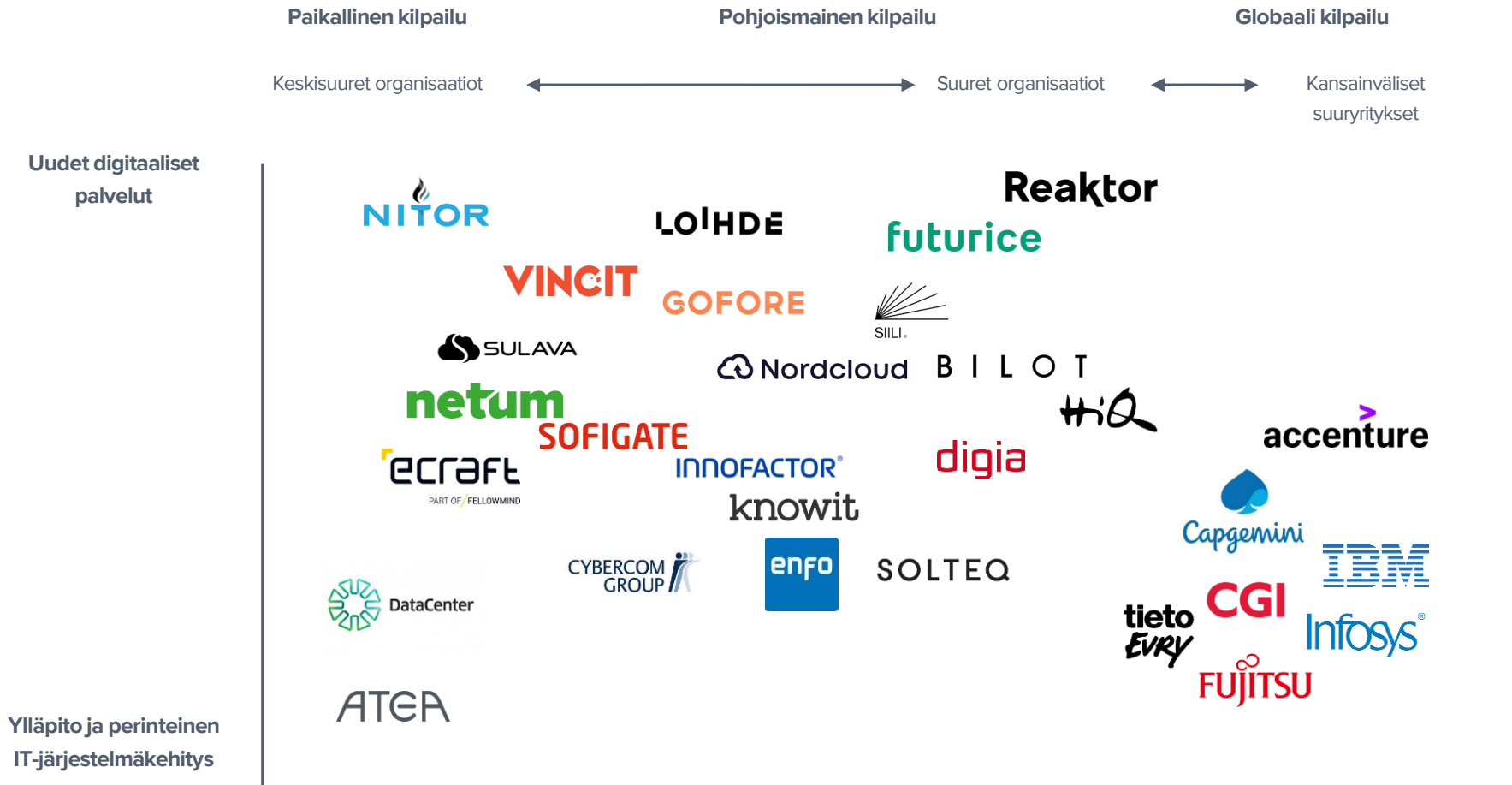
Kannattavuusajurit

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

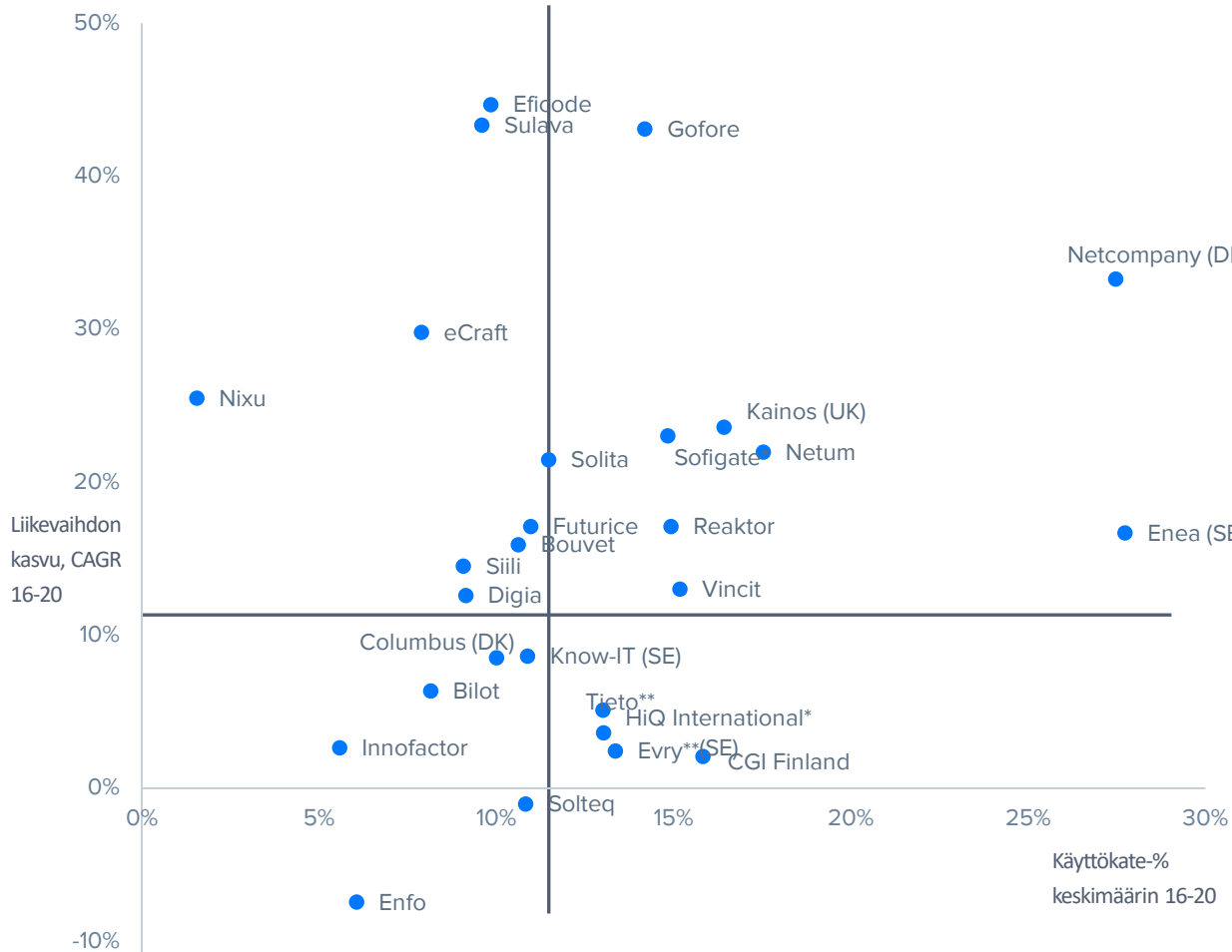
Kilpailukenttä 4/5

Suomen markkinarakenteen asiakaskoon ja palvelualuekohtaisen asemoitumisen perusteella



Kilpailukenttä 5/5

Kilpailijoiden taloudellinen historia



Lähde: Inderes, yhtiöt

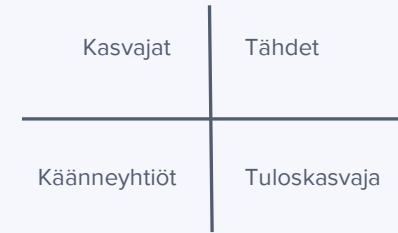
*vuodet 2016-2019

**Itsenäisenä vuodet 2016-2019

Luvut sisältävät IFRS 16 -muutoksen vuoden 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

Kasvajat

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

Tuloskasvajat

- 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

Strategia 1/3

Vahva perusta kasvulle kotimaassa

Bilotin asema kotimaassa yhtiön vahvuusalueilla eli B2B-verkkokaupoissa sekä SAP-järjestelmiä käyttävissä suuryrityksiä asiakkaissa luo yhtiölle arviomme mukaan hyvän perustan laajentumiselle. Kasvua ajaa nykyisen asiakaskunnan investointien kasvu asiakkaiden kasvattaessa panostuksia digitalisaatiohankkeisiin. Toinen kasvun ajuri on arviomme mukaan Bilotin asiakasmäärän laajentaminen sekä palvelu- ja teknologiaosaamisen tarjoaman kasvattaminen. Asiakasmäärän laajentamiseksi uusi toimitusjohtaja haluaa lisätä Bilotin tunnettavuutta ja selkeyttää tarjoamaa. Suuryritysten ohella yhtiö tavoittelee kasvua keskisuurissa yrityksissä (liikevaihto 200-500 MEUR). Todennäköisin pullonkaula kasvulle myös Bilotin tapauksessa on oikeiden osaajien saatavuus. H1'21:n aikana yhtiö onnistui todella hyvin rekrytoineissa (noin 40), mutta samalla vaihtuvuus oli korkea ja nettona henkilöstömäärä oli lähes vuoden lopun tasolla. Nyt yhtiö jatkaa edelleen rekrytoimista ja panostaa vahvasti henkilöstön vaihtuvuuden pienentämiseen. Yhtiön pieni kokoluokka huomioiden ei markkinan koko aseta hetkeen rajoitteita kasvulle, vaikka Bilot jäisi vain Suomen markkinaan keskittyväksi toimijaksi.

Monet Suomen IT-markkinan keskisuuret toimijat pyrkivät strategiassaan laajentumaan digitaalisten palveluiden kerroksesta ”konehuoneen” puolelle taustajärjestelmiin ERP-kerrokseen, joka on Bilotin vahvuusalue. Tämä on kuitenkin vaikea kyvykkyys rakentaa. Bilotin vahvuutena on yhtiön geeniperimä SAP-ekosysteemistä, minkä päälle yhtiö on rakentanut analytiikka ja verkkokauppa ratkaisuja kyvykkyksiä, jotka edustavat jo

valtaosaa yhtiön liiketoiminnasta. Yhtiö siis lähestyy markkinaa eri suunnalta kuin esimerkiksi monet listatut verrokki. Digitaalisen liiketoiminnan ja asiakaskokemuksen ympärille rakentuva lähestymiskulma markkinaan puree hyvin markkinaympäristöön, jossa asiakkaiden strategiselle agendalle on noussut ydinliiketoiminnan digitalisointi. Lisäksi yhtiön vahvistama ylläpitoliiketoiminnan kyvykkyys luo kilpailuetua puhtaisiin projektitoimittajiin. Tätä kyvykkyyttä useat digitaaliseen aikakauteen syntyneet toimijat pyrkivät rakentamaan, mutta vain harva on onnistunut tässä, koska tekijöitä on vaikea löytää. (Onko enemmän kilpailukenttä- kuin strategia-asiaa?)

Monet Bilotin keskisuuren kokoluokan (100-1000 osaaajaa) kilpailijat profiloituvat tarjoamallaan enemmän uusien digipalveluiden kehittäjiksi tai prosesseja tehostavien järjestelmien toimittajiksi. Strategiselta lähestymiskulmaltaan Bilotin lähin verrokki sektorilta on näkemysemme mukaan Digia. Digiaan nähden merkittävä ero on se, että Bilot edustaa eri teknologioita. Siten yhtiöt kohtaavat kilpailussa varsin harvoin.

Kansainvälistyminen

Bilotin kansainvälistymisen ydinideana on Suomessa toimivaksi havaitun toimintamallin monistaminen uusille markkinoille. Kansainvälistymisen ensimmäisenä harjoituksena on toiminut Puola, missä yhtiö on maltillisella riskinotolla rakentanut orgaanisesti nollasta nykyisen noin 30 hengen toiminnon.

Puola on Bilotille strategisesti kiinnostava markkina, sillä sen kautta pystytään palvelemaan



Kasvu Suomessa

- Rekrytointi – työntekijäimago, matala vaihtuvuus
- Osaamisen ristiinmyynti ja kasvaminen nykyisten asiakkaiden sisällä
- Tehokkuuden parantaminen laskutusasteiden ja/tai prosessitehokkuuden myötä
- Alihankinnan kasvattaminen
- Yrityssostot, vaikka yritysjärjestelymarkkinan kuumuus rajoittaa potentiaalia



Kasvu kansainvälisesti

- Uudet markkinat
- Uusiasiakashankinta
- Nearshore-toimitusten kasvattaminen
- Rekrytointi – kasvu nykyisissä markkinoissa
- Tehokkuuden parantaminen laskutusasteiden myötä
- Yrityssostot, vaikka yritysjärjestelymarkkinan kuumuus rajoittaa potentiaalia

Strategia 2/3

niin paikallisia asiakkaita kuin toimimaan nearshore-yksikkönä Bilotin Suomen toiminnoille. Tämä voi tuoda kustannuskilpailuetua kotimaan hankkeisiin. Yhtiön tavoitteena on lisätä nearshore-toimituksia Puolasta.

Ruotsin liiketoiminnan yhtiö käynnisti vuonna 2019 ja siellä on jo 15 osaajaa. Ruotsin asiakkuuksia tehdään myös Suomesta ja Puolasta käsin.

Bilot kartoittaa Ruotsin ja Puolan ohella myös muita markkinoita Pohjoismaiden, Benelux-maiden, Ranskan ja Saksan alueelta. Uuteen maahan laajentumisella yhtiö tavoittelee ensisijaisesti asiakasportfolion laajentamista. Suhtaudumme kansainvälistymiseen edelleen varauksella riippuen yhtiön valitsemasta riskitasosta ja investointien määrästä. Mikäli kansainvälistymistä lähdetään toteuttamaan nopealla aikataululla ja isoilla panostuksilla, on riskinä fokuksen heikentyminen ja pitkittyvät kannattavuusongelmat, mikä on ollut tyypillistä suomalaisten IT-konsulttien kansainvälistymispyrkimyksissä. Siten kansainvälistymisessä investointien tuotto/riski-suhde on tyypillisesti huomattavasti kotimarkkinaa tehtäviä investointeja heikompi. Toisin sanoen arvonluonti kansainvälistymisen kautta on ollut sektorin yhtiöille usein haastavaa. Lisäksi näemme Bilotilla merkittävää kasvupotentiaalia jo kotimarkkinalla, joten yhtiön kasvutarina ei välttämättä tarvitse taakseen kansainvälistymiskulmaa tässä vaiheessa. Pitkää aikaväliä ajatellen suhtaudumme kuitenkin kansainvälistymisen kartoittamiseen varovaisen positiivisesti, kunhan tämä harjoitus vain toteutetaan maltillisin investoinnein.

Osaamisportfolion laajentaminen ja organisointi

IT-markkinan nopean muutoksen takia sektorin yrityksille on kriittistä jatkuvasti laajentaa osaamistaan niin palvelualueiden kuin teknologioidenkin suhteen. Arviomme mukaan Bilot on kilpailukykyisimmillään SAP-ohjelmistoja sisältävissä IT-ympäristöissä. SAP:n laajentuessa uusille ohjelmistoalueille on sen menestykselle kriittistä antaa tukea paikallisille Bilotin kaltaisille palvelukumppaneille, minkä takia vahva päämiessuhde tarjoaa näkemyksemme mukaan kilpailuetua.

Bilot kartoittaa aktiivisesti uusille osaamisalueille ja uusiin teknologioihin laajentumista osana strategiaansa. Todennäköisesti tämä tarkoittaisi laajentumista uusille ohjelmistoalustoille esimerkiksi Microsoftin tai AWS:n ohjelmistoperheissä. Lisäksi osaamisalueittain yhtiö on kertonut haluavansa vahvistaa palvelumuotoilua, datakyvykkyyskäytäntöä, verkkokauppaa sekä osaajia, joilla on taidot rakentaa ohjelmistoja alusta loppuun (ns. full-stack -kehittäjiä). Useiden kovasti kilpailtujen osaajien houkuttelemiseksi yhtiön on myös onnistuttava saamaan mielenkiintoisia asiakasprojekteja.

Uuden toimitusjohtajan myötä yhtiö on muuttanut organisoitumistaan ja tiimit kattaa yhden osaamisalueen sijasta nykyisin digitaalisen palvelukehityksen koko elinkaaren suunnittelusta toteutukseen, ja ylläpitoon. Näin yhtiö tavoittelee koko tiimin ja samalla elinkaari palvelun myyntiä asiakkaalle samanaikaisesti, eikä vanhan mallin tapaan ole riippuvainen ristiinmyynnistä. Onnistuessaan tiimien myynnissä yhtiö nousee arvoketjussa, kun se nousee kriittisempään rooliin asiakkaassa.



Vahvistettavat osaamisalueet

Teknologia alueet

- Microsoft
- AWS

Osaamisalueet

- Palvelumuotoilu
- Data kyvykkyyskäytäntöä kuten arkkitehtuuri ja analyytiikka
- Verkkokauppa
- Full-stack -kehittäjiä



Toimitusjohtajan toimenpiteet

- Rekrytoinnin vahvistaminen
- Kulttuurin kehittäminen
- Asiakasviestin selkeyttäminen
- Brändin vahvistaminen
- Yhtiö on muuttanut organisoitumistaan ja tiimit kattaa yhden osaamisalueen sijasta nykyisin koko elinkaari palvelut

Strategia 3/3

Taloudelliset tavoitteet

Bilotin strategisena tavoitteina on saavuttaa 50 miljoonan euron liikevaihtotaso vuonna 2024. Tavoite vastaa reilun 20 %:n vuotuista kasvua seuraavan kolmen vuoden aikana. Arviomme mukaan yhtiöllä on markkinanäkymä huomioiden realistiset edellytykset saavuttaa yli 10 %:n orgaaninen kasvu lähivuosina. On kuitenkin selvää, että 50 MEUR:n tavoitteen saavuttaminen edellyttää myös yrityskauppoja. Yhtiö on kertonut tavoitteekseen kasvattaa organisaatiota nykyisestä noin 200 osajasta 750:een viiden vuoden kuluessa. Bilotin listautuminen monipuolista mahdollisuuksia kiihdyttää kasvua niin palveluportfolion laajentamisen, yritysostojen kuin kansainvälistymisenkin suhteen. Oman osakkeen lisäksi yhtiöllä on vahva kassa (10 MEUR) ja halutessaan yhtiö voisi käyttää myös velkavipua yrityskauppojen rahoitukseen.

Orgaanista kasvua ajaa kasvu nykyasiakkaiden sisällä uudelleen organisoitumisen ja ristiinmyynnin tukemana. Lisäksi kasvua tukee uusasiakashankinta, mutta ymmärryksemme mukaan tämän rooli on pienempi.

Kannattavuuden osalta yhtiö tavoittelee 10 %:n liikevoittomarginaalia oikaistuna liikearvon poistoilla (EBITA) keskipitkällä aikavälillä. Yhtiöllä on historiastaan hyvät näytöt tämän tason kannattavuudesta ja myös sektorin kontekstissa kannattavuustavoitetta voidaan pitää realistisena. Arviomme mukaan sektorilla 15 %:n taso on parhailta yhtiöllä saavutettavissa, mutta tämän yläpuolella olevat kannattavuudet eivät tyypillisesti ole pitkällä aikavälillä kestäviä. Bilot painottaa strategiassaan pitkäjänteistä kasvua, eikä organisaatiota ajeta käyttöasteita ja kannattavuutta

optimoiden.

Osinkoa yhtiö tavoittelee jakavansa vähintään 30 % tilikauden tuloksesta. Mikäli yhtiö ei toteuta yrityskauppoja, on taseessa varaa huomattavasti korkeampaankin voitonjakoon.

Yrityskaupat

Yrityskaupat ovat osa Bilotin tulevien vuosien kasvustrategiaa. Yrityskaupat voivat kohdistua uudelle palvelualueelle laajentumiseen, uuteen teknologia-osaamiseen laajentumiseen tai näiden yhdistelmään. Käsityksemme mukaan kohteita kartoitetaan Suomesta, mutta kasvu jo avatuilla kansainvälisillä markkinoilla yrityskauppojen kautta ei ole poissuljettua. Lisäksi mikäli yhtiö ei onnistu rekrytoinneilla hankkimaan haluttuja osaamisalueita tarvittavassa mittakaavassa on yritysostot ymmärryksemme mukaan mahdollisia.

Listautuminen loi Bilotille edellytykset käyttää omaa osaketta yrityskaupoissa vastikkeena, mikä on ollut monille sektorin toimijoille erittäin toimiva työkalu yrityskauppavetoisessa kasvussa viime vuosikymmenellä. Nyt myös listaamattomien arvostustasot ovat kuitenkin nousseet ja arvonluonti näin selvästi haastavampaa. Yhtiö käytti hieman yllättäen kokonaan omaa osaketta CastorIT-yritysostossa, vaikka yhtiöllä oli myös vahva kassa käytettävissä.

Viime vuonna toteutetun CastorIT:n yritysoston myötä Bilotin palveluvalikoima laajeni kattamaan SAP-toiminnanohjausjärjestelmien alustat ja jatkuvan ylläpidon sekä kyvykkyyden tarjota SAP ERP -asiakkaille onnistunut siirtymä uuteen SAP S/4HANA:an. Koko CastorIT-yritysoston kommentti luettavissa [tästä](#).



Taloudelliset tavoitteet

- **Kasvu:** liikevaihto 50 MEUR vuonna 2024 tarkoittaa reilun 20 %:n vuotuista kasvua
- **Kannattavuus:** oikaistu liikevoitto-% 10 %
- **Osingonjakopolitiikka:** vähintään 30 % tilikauden tuloksesta
- **Ohjeistus vuodelle 2021:** liikevaihto 25-27 MEUR vuonna 2021 ja liikevoitto ennen liikearvon poistoja (EBITA) suurempi kuin vertailukaudella (0,8 MEUR)



CastorIT -yritysosto

Kauppahinta	8,8
Liikevaihto	7,3
Liikevoitto	0,9
Tilikauden voitto	0,749
Henkilöt	60
EV/S	1,2x
EV/EBIT	9,8x
P/E	11,7x
Strukturointi	97 % osakkeilla

Bilotin asemoituminen ja kilpailutekijät

	Ohjelmistokehittäjät	Yritysohjelmistojen toimittajat (keskisuuret)	IT-generalistit
Esimerkki	Vincit, Futurice, Reaktor, Gofore	Bilot, Digia, eCraft, Innofactor	TietoEVRY, CGI, Accenture
Geeniperimä	Uudet digitaaliset palvelut, digitalisaatoratkaisut	Taustajärjestelmät, ERP	Taustajärjestelmät
Vahvuudet	Osaajakilpailu Ketteryys ja muutosnopeus Matala organisaatiomalli Räätälöidyn ohjelmistokehityksen osaaminen Asemoituminen kasvaville alueille Ei olennaisia projektiriskejä	Integraatio-osaaminen Taustajärjestelmien tuntemus Liiketoimintakriittisen toimittajan rooli Valmisohjelmistojen osaaminen Vakiintunut asiakaskunta	Offshore/nearshore -kyvykkyudet Globaali toimituskyvykkyys Laajin tarjooma Vahva asiakaspito
Heikkoudet	Resurssivuokraajan rooliin jääminen Ylläpitokyvykkyudet Kyky toimittaa kokonaisratkaisuja	Projektiriskeille altistuminen Tarve uudistua ja investoida Väliinpuotoajan rooliin jääminen	Tarve jatkuvaan uudistumiseen Muutosnopeus Raskas organisaatio
Tyypillinen erikoistuminen	Kaikki asiakaskoot ja toimialat Valitut palvelualueet	Suuret/keskisuuret organisaatiot Usein toimialafokus Kaikki palvelualueet	Suuret/globaalit asiakkaat Laaja toimialaosaminen Kaikki palvelualueet
Kasvu ja kannattavuus tällä hetkellä	Hyvä kasvu nykymarkkinassa Vahva kannattavuus nykymarkkinassa	Hyvä orgaaninen kasvu Yrityskaupat kasvuajurina Tyydyttävä/hyvä kannattavuus	Maltillinen orgaaninen kasvu Kasvu yrityskaupoin Hyvä kannattavuus
Konsolidaatio	Ostokohteina pienet erikoistujat, tavoitteena tarjooman laajentaminen	Ostokohteina pienet erikoistujat, tavoitteena tarjooman vahvistaminen, suuremmat fuusiot mahdollisia	Ostokohteina usein keskisuuret erikoistuneet toimijat, myös suuria fuusioita kansainvälisellä tasolla

Historiallinen kehitys

Kulurakenne

Bilotin kulurakenne kuvastaa tyypillistä IT-palveluyhtiön kulurakennetta. Materiaalit ja palvelut koostuvat pääosin ulkopuolisista palveluista (alihankinta), ja niiden osuus on ollut keskimäärin reilut 10 % liikevaihdosta vuosina 2013-2020. Lisäksi lisenssien jälleenmyyntiin liittyvät kulut ovat noin 3 % liikevaihdosta. Henkilöstökulut ovat Bilotin suurin kuluerä vastaten noin 60 % liikevaihdosta. Liiketoiminnan muut kulut ovat olleet keskimäärin noin 15 % liikevaihdosta eli vertailuryhmän tasolla, ja poistot noin 2 % vuosina 2013-2020.

IT-palveluyhtiöiden liiketoiminta ei juurikaan skaalaudu ja näin ollen kulut kasvavat lähes suhteessa liikevaihdon kasvuun. Suurin muuttuva erä on alihankinta, jota IT-palveluyhtiöt käyttävät sopeutuakseen paremmin kysynnän vaihteluun. Lisäksi liikearvopoistojen määrä todennäköisesti kasvaa edelleen tulevaisuudessa Bilotin mahdollisten tulevien yritysostojen myötä.

Vuodet 2012-2019

Bilot kasvoi keskimäärin 7 % vuosina 2012-2019. Kasvu on ollut vuonna 2018 toteutettua pientä yritysostoa (<1 MEUR tai noin 1 %-yksikkö kasvusta) lukuun ottamatta orgaanista. EBITA-% on vuosina 2012-2019 vaihdellut 3-16 %:n välillä. Vuosina 2017-2019 EBITA-% oli suhteellisen vakaa ja keskimäärin noin 9 %.

Yksi merkittävimmistä tapahtumista viime vuosina on ollut Bilotin aloittama Puolan liiketoiminta vuonna 2014. Vuodet 2015-2016 olivat yhtiölle vaikeita vuosia, asiakkaiden investoinnit ja päätöksenteko laahasivat, yhtiö joutui

sopeuttamaan toimintojaan ja kannattavuus oli heikkoa (EBITA-% 3-6 %). Vuonna 2017 yhtiö palasi kannattavan kasvun uralle (kasvu 4 % ja EBITA 10 %). Vuonna 2018 kasvu kiihtyi 12 %:iin erityisesti Puolan vahvan kehityksen ansiosta. Vuonna 2019 kasvu jatkui vahvana ja yhtiö alkoi panostamaan myös Ruotsin toimintoihin. Bilot on ollut vahva osingonmaksaja ja maksanut keskimäärin 80 % tuloksesta osinkoina vuosina 2014-2019.

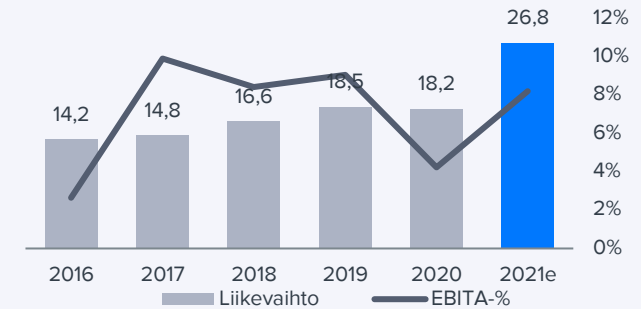
Vuosi 2020

Koko vuotta 2020 ajatellen Bilot selvisi loppujen lopuksi suhteellisen kuivin jaloin koronasta, vaikka kasvutarinaan tuli odotettua suurempi kuoppa. Bilotin liikevaihto laski 1 % 18,2 MEUR:oon. Orgaanisesti arvioimme liikevaihdon laskeneen noin 10 %. Tulosta painoi liikevaihdon orgaaninen lasku sekä etupainotteiset rekrytoinnit. EBITA oli 0,8 MEUR tai 4,2 % liikevaihdosta vuonna 2020 (2019: 1,7 MEUR ja 9,1 %). Yhtiö poisti liikearvoa viime vuonna 0,1 MEUR.

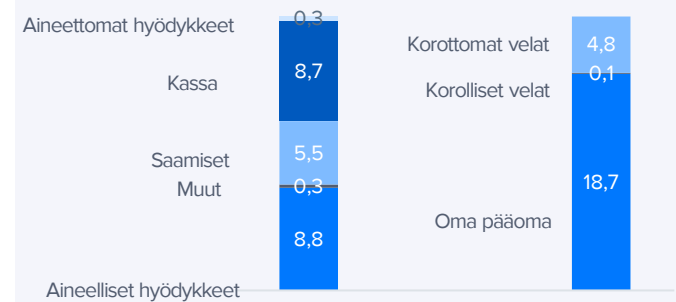
Bilotin tase on hyvin vahva

Bilotin tase on ollut historiallisesti todella vahva ja yhtiöllä ei juurikaan ole ollut korollista velkaa. Tase kuvastaa yritysostovetoista IT-palveluyhtiötä ja sen vastaavaa-puoli koostuu saamisista (23 % taseesta), listautumisen myötä isosta kassasta (8,7 MEUR tai 37 %) ja yritysoston myötä suurista aineettomista hyödykkeistä (37 % taseesta) vuoden 2020 lopussa. Taseen vastattavaa-puolella on vain 0,1 MEUR (tai 0,5 % taseesta) korollista velkaa sekä pääasiassa omaa pääoma (79 %) ja korottomia velkoja (20 %). Omavaraisuusaste oli 80 % ja nettovelkaantumisaste -46 % vuoden 2020 lopussa.

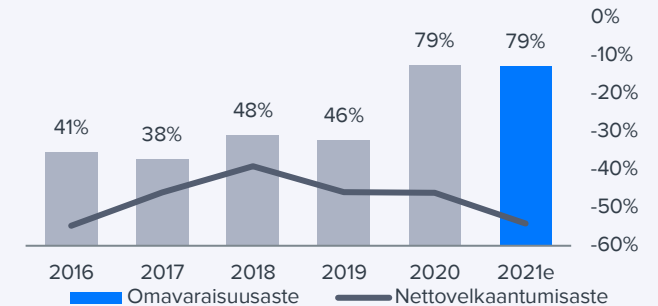
Liikevaihdon ja kannattavuuden kehitys



Tase 2020



Taseen avainlukujen kehitys



Ennusteet 1/2

Vuosi 2021: Paluu orgaaniselle kasvu-uralle

Bilot alkoi H1-raportin yhteydessä ohjeistamaan kuluva vuotta ja arvioi liikevaihdon olevan 25-27 MEUR vuonna 2021 ja liikevoiton ennen liikearvon poistoja (EBITA) olevan suurempi kuin vertailukaudella (0,8 MEUR). Tänä vuonna ennustamme Bilotin liikevaihdon kasvavan 47 % 27 MEUR:oon yritystoston vetämänä (orgaanisesti 12 %). Ymmärryksemme mukaan Bilotilla on vielä huomattava potentiaalia kasvaa laskutusasteiden kautta, mikä helpottaa orgaanista kasvua. Bilotin liikevaihto kasvoi H1:illä 70 % ja orgaanisesti 15 %.

Arvioimme EBITA-%:n nousevan 8 %:iin (2020: 4 %) paranevien laskutusasteiden sekä CastorIT:n rakenteellisesti paremman kannattavuuden tukemana. Lisäksi yhtiö on pienentänyt hallintoa mikä tukee kannattavuusparannusta. Arvioimme EBITA-%:n nousevan H2:illä 9,6 %:iin (H1 6,9 %) laskutusasteiden nousun ajamana. Bilotin liikearvopoistojen ennustamme olevan 0,9 MEUR. Yhtiöllä on vain 0,1 MEUR korollista velkaa ja näin ollen korkokulut ovat vain marginaalisia. Nettotuloksen ennustamme siten olevan 0,9 MEUR (2020: -0,4 MEUR) tai 0,18 euroa osakkeelta. Liikearvopoistoista oikaistun osakekohtaisen tuloksen odotamme olevan 0,37 euroa. Ennustamme yhtiön jakavan osinkoa 8 senttiä osakkeelta vuodelta 2021, mikä vastaa 1,1 %:n osinkotuottoa ja 43 % jakosuhdetta.

Vuodet 2022-2024

Bilot odottaa edelleen EBITA-%:n olevan keskipitkällä aikavälillä 10 % ja liikevaihdon 50 MEUR vuonna 2024.

Odotamme Bilotin kasvavan 6 % vuosittain vuosina 2022-2024, mikä vastaa koko IT-palvelumarkkina hieman nopeampaa kasvuvauhtia. Ennustamme kasvu on orgaanista ja kasvua vetää laskutusasteiden nousu, laajentuminen uusiin markkinasegmentteihin ja kansainvälistyminen. Strategian kasvu olettaa myös epäorgaanista kasvua, mikä on arvioimme mukaan haastavaa, kun huomioidaan hyvin kilpailtu yritysjärjestelymarkkina. Pidämme kasvua yrityskauppojen kautta optiona ja tarkastelemme niitä ostohetkellä yksilöllisesti. Ennusteemme mukaisen kasvun myötä Bilotin liikevaihto olisi 32 MEUR vuonna 2024 ja suhteellisen kaukana yhtiön 50 MEUR:n tavoitteesta, joka vaatisi keskimäärin reilun 20 %:n vuotuista kasvua. Nykyisillä kasvu-% ennusteilla yhtiö tarvitsisi 15 MEUR:n edestä yritysostoja tänä vuonna päästääkseen tavoitteeseen. Mitä myöhemmin yritysostoja tehdään, sitä suurempia näiden tulisi olla päästäkseen 50 MEUR:n tavoitteeseen vuonna 2024.

Arvioimme Bilotin EBITA-%:n olevan 9-11 %:n tasolla vuosina 2021-2024 (2020: 4 %). Kannattavuusparannusta ajaa pääosin laskutusasteiden nousu. Arvioimme tämän tason olevan yhtiölle hyvin realistinen taso myös pidemmällä aikavälillä. Tällä tasolla kannattavuus on sektorin kontekstissa keskimääräisellä tasolla ja mahdollistaa myös panostukset pitkäaikaisen kasvun ylläpitämiseen. Lyhyen tähtäimen laskutusasteita optimoiden olisi yhtiöllä edellytykset korkeampaankin kannattavuuteen.

Yhtiö vaikuttaa tällä hetkellä panostavan kasvuun

kannattavuutta voimakkaammin. Mikäli kuitenkin kasvu kiihtyisi ennustettua nopeammaksi, niin kannattavuus todennäköisesti kärsisi hieman tai nousisi odotuksia hitaammin.

Arvioimme Bilotin maksavan osinkoa noin 40 % tuloksesta vastaten absoluuttisesti 0,5-0,8 MEUR osinkoa vuosina 2022-2024 ja 1-2 %:n osinkotuottoa. Pidämme tätä tasoa mahdollisena vaikka yhtiö tekisi yritysostoja, sillä yhtiöllä on vahva kassa ja mahdollisuus käyttää velkavipua tai omaa osaketta kaupanteko välineenä.

Tase antaa paljon liikkumavaraa

Bilotin orgaaninen kasvu sitoo IT-palveluyhtiöille tyypilliseen tapaan vain hieman pääomaa ja näin ollen kassavirta on vahva. Vahva kassavirta vahvistaa jo ennestään vahvaa tasetta ja antaa Bilotille runsaasti liikkumavaraa. Yhtiön omavaraisuusaste nousee ennusteillamme vajaan 80 %:iin vuoden 2021 lopussa ja kassapositio 10 MEUR:oon.

Näkemyksemme mukaan yhtiö pystyisi nykyinen matala korkoympäristö huomioiden hyvin käyttämään kassavarojen lisäksi myös velkavipua kohtuullisin määrin yrityskaupoissa. Samalla yhtiö pystyisi näin tehostamaan pääomarakennetta ja jakamaan tilikauden voittoja korkealla suhteella omistajille.

Ennusteet 2/2

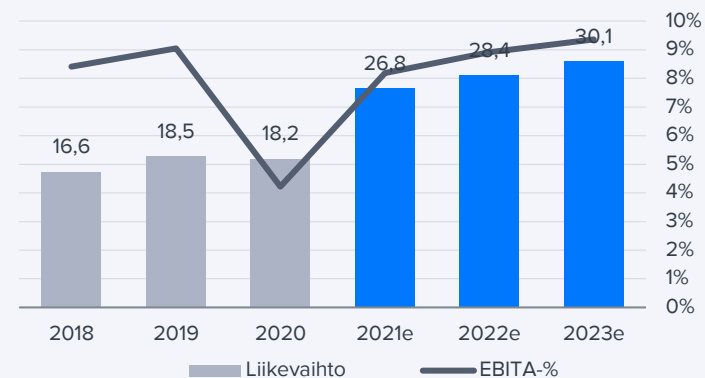
Lyhennetty tuloslaskelma	2016	2017	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e	2024e
Liikevaihto	14,2	14,8	16,6	18,5	18,2	26,8	28,4	30,1	31,9
Käyttökate (EBITDA)	0,7	1,7	1,5	1,8	0,9	2,4	2,7	3,0	3,3
EBITA	0,4	1,5	1,4	1,7	0,8	2,2	2,5	2,8	3,1
Liikevoitto (EBIT)	0,3	1,4	1,4	1,6	0,5	1,3	1,7	2,0	2,3
Tulos ennen veroja	0,4	1,4	1,3	1,4	-0,4	1,2	1,7	2,0	2,3
Nettotulos	0,3	1,0	1,1	1,2	-0,4	0,9	1,4	1,6	1,8
Osakekohtainen tulos	16,5	50,6	56,53	70,25	0,28	0,37	0,43	0,48	0,52
Vapaa kassavirta	-0,2	1,0	0,3	1,8	-0,8	2,1	2,1	2,3	2,5

Avainluvut	2016	2017	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e	2024e
Liikevaihdon kasvu-%	-5,3 %	4,0 %	12,2 %	11,2 %	-1,4 %	47,4 %	6,0 %	6,0 %	6,0 %
Käyttökate-%	5,1 %	11,6 %	9,3 %	9,8 %	5,1 %	8,8 %	9,6 %	10,1 %	10,5 %
EBITA-%	2,6 %	9,9 %	8,4 %	9,1 %	4,2 %	8,2 %	8,9 %	9,4 %	9,7 %
Liikevoitto-%	2,3 %	9,6 %	8,2 %	8,7 %	2,6 %	4,7 %	6,1 %	6,7 %	7,2 %
ROE-%	19,1 %	54,2 %	44,2 %	36,3 %	-3,9 %	4,9 %	6,9 %	7,6 %	8,2 %
ROI-%	13,6 %	61,7 %	48,7 %	48,9 %	4,3 %	6,6 %	8,6 %	9,6 %	10,3 %
Omavaraisuusaste	41,0 %	37,8 %	48,2 %	46,4 %	79,0 %	78,5 %	78,4 %	78,2 %	78,1 %
Nettovelkaantumisaste	-54,8 %	-46,0 %	-39,1 %	-46,0 %	-46,1 %	-54,2 %	-59,8 %	-65,1 %	-70,1 %

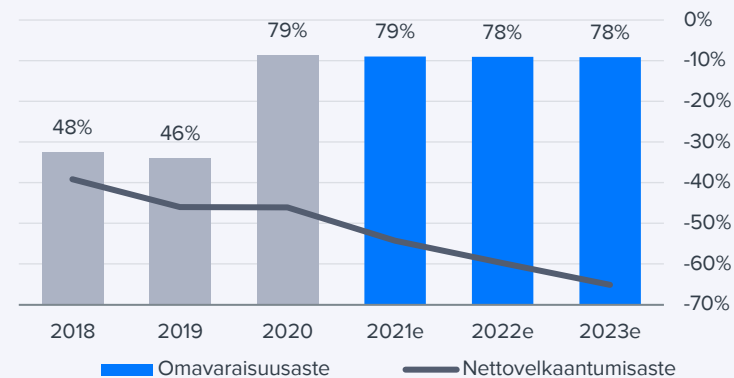
Osakelukuja	2016	2017	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e	2024e
EPS (oikaistu)	16,5	50,6	56,5	70,2	0,28	0,37	0,43	0,48	0,52
Kassavirta / osake	-11,43	48,7	13,4	92,2	-0,28	0,41	0,41	0,46	0,51
Osinko / osake	45,6	101,2	39,1	29,1	0,00	0,08	0,10	0,13	0,15
Omapääoma / osake	90,1	87,9	159,9	160,5	6,68	3,90	4,09	4,31	4,54

Lähde: Inderes

Liikevaihdon ja kannattavuuden kehitys



Taseen avainlukujen kehitys



Sijoitusprofiili

Vakaalle perustalle rakennettu IT-konsulttitalo

Sijoittajanäkökulmasta Bilot näyttäytyy vakaalle perustalle rakennetulta IT-konsulttitalolta. Yhtiötä on kehitetty pitkäjänteisesti ja hallituin riskein. Listautuminen loi edellytykset muuttaa strategian painopistettä vahvemmin kasvuun, mitä yhtiön palvelualueiden vahva pitkän aikavälin kysyntänäköymä tukee.

Bilotin suuriin asiakkaisiin painottuva asiakasportfolio on IT-markkinan pienelle toimijalle vakuuttava kun huomioidaan, että kyseessä ovat asiakkaan näkökulmasta liiketoimintakriittiset järjestelmät. Yhtiön palvelualueet ovat vaativia osaamisalueita, joissa alalle tulon kynnyks on korkeampi kuin ohjelmistokehitys-palveluiden markkinalla. Tämä tuo yhtiön liiketoimintaan kilpailusuoja ja jatkuvuutta, vaikka sopimuksellisesti yhtiön jatkuvan liikevaihdon osuus on arviomme mukaan pieni (~25 %).

Palaamassa kasvu-uralle

Näkemyksemme mukaan IT-markkinan trendit ovat kääntymässä Bilotin digitaaliseen liiketoimintaan keskittyvän palveluportfolion näkökulmasta suosiollisiksi 2020-luvulle lähdeittäessä. Ensinnäkin, lähes kaikkien markkinatoimijoiden kommenttien perusteella taustajärjestelmä- ja integraatio-osaamisen merkitys on asiakaskunnassa korostumassa. Tämä on kyvykkyys, jossa Bilotilla on SAP:n osalta maan parhaimmistoa ja jota harvalla toimijalla markkinassa on. Toiseksi, kyky toimittaa laajoja, useita eri osa-alueita ja niiden dataa yhteen punovia kokonaisratkaisuja on korostumassa, sillä irrallisten pistemäisten ratkaisujen arvontuotto jää usein asiakkaalle liihaksi. Bilotin palvelualueet ovat lisäksi

nousemassa asiakkaiden strategisella agendalla korkeampaan rooliin. Lisäksi korona on vauhdittanut juuri Bilotin vahvoja osa-alueita kuten verkkokauppaa ja ERP-ratkaisuja SAP-ekosysteemissä.

Koronan myötä Bilotin kasvutarinaan tuli orgaanisesti odotettua suurempi kuoppa, mutta yritystoston myötä yhtiö kasvatti selvästi kokoluokkaansa. Vuoden alkupuoliskolla yhtiö palasi myös orgaanisesti vahvasti kasvu-uralle ja näkymät ovat jälleen hyvät.

Bilot haastaa kilpailussa suuret toimijat

Suuret IT-generalistit pystyvät tarjoamaan lähtökohtaisesti samat palvelukokonaisuudet kuin Bilot ja niillä on tukenaan globaali toimituskyvykkyys. Tämä rajaa Bilotin pois kilpailusta etenkin globaaleista suurasiakkaista kilpailtaessa. Siirryttäessä globaaleista suuryrityksiä kohti useiden satojen miljoonien tai miljardin liikevaihtoluokassa olevaa asiakaskuntaa, ovat suuret generalistit kuitenkin usein asiakkaan näkökulmasta liian hitaita ja jäykkiä, eivätkä ne tarjoa vastaavaa palvelua ja omistautuneisuutta kuin pienemmät IT-toimittajat.

Bilotin pääkilpailijoita ovat suuret IT-generalistit, joita yhtiö haastaa vahvalla osaamisella, ketteryydellä ja kyvykkyydellä toimia asiakkaan strategisena kumppanina. Arviomme mukaan IT-markkinassa on oma taskunsa tämän kaltaiselle toimijalle, joka kattaa sen osan markkinaa, joka ei ole suurten toimijoiden näkökulmasta kiinnostava.

Kasvua kannattavuudesta huolehtien

Bilot tavoittelee strategiassaan 50 MEUR:n liikevaihtoa vuoteen 2024 mennessä, mikä

tarkoittaa yhtiön siirtäneen strategian painopistettä vahvemmin kasvuun. Yhtiön tavoitteena on samalla ylläpitää hyvällä tasolla olevaa noin 10 %:n liikevoittomarginaalia oikaistuna liikearvon poistoilla (EBITA). Arviomme mukaan lähivuosien arvonnoulu tulee perustumaan liikevaihdon kasvuun sekä kansainvälistymisen ja yrityskauppojen onnistumiseen. Palveluliiketoimintaan perustuva liiketoiminta ei tarjoa skaalautuvuutta, mutta vastapainona on kannattavuuden ja kassavirran vakaus.

Bilot on kokoluokaltaan vielä (noin 200 osaaajaa) huomattavasti pörssin monia muita 400-1300 osaaajan kokoluokassa olevia IT-palveluyhtiöitä pienempi, minkä takia korkeiden kasvuprosenttien saavuttaminen ei edellytä vastaavia rekrytointivolyymeitä haastavassa rekrytointimarkkinassa. Viime vuosikymmenen perusteella sektorin yhtiöiden voimakas arvonnousu on nähty yhtiöiden kasvussa 100 hengen kokoluokasta 500 henkeen.

Riskit

Bilotin olennaisimmat riskit liittyvät yhtiön kasvustrategian onnistumiseen. Yhtiö on ottanut kansainvälistymisen ja yrityskauppojen suhteen pieniä askeleita, mutta listautumisen jälkeen kasvua on selkeästi tarkoitus kiihdyttää. Muita mielestämme olennaisia riskitekijöitä ovat yhtiön riippuvuus SAP-ekosysteemin elinvoimaisuudesta, suurten toimijoiden kilpailupaine ja suurten asiakkaiden neuvotteluvoima yhtiötä kohtaan. Lisäksi akuutein riski lyhyellä tähtäimellä liittyy työntekijöiden korkeaan vaihtuvuuteen ja työkaluturin muutoksen onnistumiseen.

Sijoitusprofiili

1.

Bilotin palvelualueilla vahva asiakaspito ja korkea alalle tulon kynnyks

2.

Vahva asiakaskunta suuryrityssegmentissä

3.

IT-markkinan kysyntätrendit Bilotille suosiollisia

4.

Suurten IT-generalistien pieni ja ketterä haastaja

5.

Vahva tase, oma osake ja velkavipu mahdollistavat kasvun kiihdyttämisen yritysostoin ja kansainvälistymällä

Potentiaali



- Pieni kokoluokka tuo ketteryyttä ja potentiaalia kasvaa suuria toimijoita nopeammin
- Bilotin osaamisalueiden markkina kasvaa muuta IT-markkinaa nopeammin
- Yritysostot ja kansainvälistyminen

Riskit



- Työntekijöiden vaihtuvuus ja toisaalta myös saatavuus
- Riippuvuus keskeisistä ekosysteemeistä kuten SAP
- Suurten asiakkaiden neuvotteluvoima
- Suurten kilpailijoiden kilpailupaine
- Kansainvälistymisen ja yritysostojen onnistuminen
- Korona pitää epävarmuuden edelleen koholla

Arvonmääritys 1/3

Kasvuyhtiö IT-markkinalla

Näkemyksemme mukaan Bilot profiloituu edelleen ensisijaisesti kasvuyhtiöksi. Korona teki viime vuonna kuopan orgaaniseen kasvutarinaan, mutta H1'21:lla yhtiö palasi orgaaniselle kasvurallalle. CastorIT-yritysosto vei yhtiön myös uuteen kokoluokkaan (henkilöstö kaupan jälkeen lähes 200). Yhtiön vahva tase ja hyvä kassavirta mahdollistavat myös yritysostot sekä kasvavan osinkovirran.

Arviomme mukaan Bilotin osakkeen arvonmuodostus tulee perustumaan tuloskasvuun, jota tulevana vuosina ajavat pääosin liikevaihdon kasvu ja laskutusasteiden nousun kautta tuleva kannattavuusparannus. Yrityskaupat ovat edelleen optio, mutta kuumen markkinan takia arvonluonti on selkeästi vaikeampaa, kun 2010-luvulla. Lisäksi epäorgaanisen kasvun tavoittelu kohottaa yhtiön riskitasoa lyhyttä yritysjärjestelyhistoriaa ja työkuultuurien yhdistämiseen liittyviä vaikeuksia heijastellen.

Näkemyksemme mukaan Bilotin arvostusta tukevat seuraavat tekijät:

- Vahvasti kasvavat markkinat
- Orgaaninen kasvu saavutettavissa laskutusasteiden kautta ja keskipitkällä aikavälillä vain kohtalaisilla rekrytointivolyyymeillä
- Kannattavuudessa selvää parannuspotentiaalia
- Asemoituminen vahvan asiakaspidon ja korkean alalle tulon kynnyksen palvelualueille
- Vahva tase mahdollistaa yrityskaupat ja

osingonjaon

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

- IT-markkinan kiristynyt osaajakilpailu jarruttaa koko sektorin tuloskasvua isossa kuvassa. Bilotin koon kasvaessa ja laskutusasteiden ollessa hyvät käy myös yhtiön suhteellinen kasvu haastavammaksi.
- Korkea vaihtuvuus syö kasvupotentiaalia ja painaa kannattavuutta
- Yrityskauppojen integraatiot ja korkeat arvostukset
- Suurten hankkeiden projektiriskit ja asiakkaiden neuvotteluvoima
- Nykyisen suotuisan markkinatilanteen kääntyminen, vaikka tätä riskiä pidämme pienenä

Arvostuskertoimet

Painotamme Bilotille ja IT-palvelusektorilla EV/EBITA-kertoimen lisäksi nyt myös vahvemmin P/E-kerrointa, kun yritysjärjestelymarkkina on hyvin kilpailtu ja vahvoja taseita on haastavampi saada töihin. Normaalissa tilanteessa yritysarvo (EV) huomioi yhtiön todella vahvan taseen paremmin ja tulosmittarina liikevoitto (oikaistu liikearvon poistoista) on vertailukelpoisin. EBITDA ei ole optimaalinen tulostittari, koska IFRS-kirjanpidossa olevilla verrokeilla on vuokrasopimuksiin liittyviä aineellisia poistoja. Oikaistu P/E-luku on nyt hyvä rinnakkainen mittari

verratessa IT-palveluyhtiöitä, vaikka se edellä mainitusta syystä tasetta rankaiseekin.

Mitä kovempaan tuloskasvuun yhtiö yltää, sitä korkeammat kertoimet sille voidaan hyväksyä. Lisäksi mitä korkeampaan orgaaniseen liikevaihdon kasvuun yhtiö yltää, sitä korkeampi arvostus sille voidaan hyväksyä suhteessa vertailuryhmään.

Ennusteillamme Bilotin vuoden 2021-22 EV/EBITA-kertoimet ovat 11x ja 9x ja P/E-kertoimet 19x ja 16x., mikä on houkutteleva arvostustaso yhtiön tulospotentiaali sekä verrokkien ja yhtiön kanssa profiililtaan vastaavien yhtiöiden arvostus huomioiden. Näkemyksemme mukaan osakkeelle voidaan hyväksyä asteittain sektorin mukainen arvostustaso tuloskasvun kiihtyessä. Tästä johtuen arvonnousua ajaa sekä tuloskasvu että hyväksyttävät arvostuskertoimet.

Arvonmääritys 2/3

Vertailuryhmä

Näkemyksemme mukaan Bilot tulee asemoida pohjoismaisten IT-palveluyhtiöiden joukkoon pienenä kasvuyhtiönä, joka tekee suurilta osin projektiliiketoimintaa. Bilotille on löydettävissä hyvä pohjoismainen vertailuryhmä, mihin arvostusta voidaan peilata ja josta voidaan hakea tukea. Sijoitusprofiililtaan yhtiölle lähimpiä listattuja verrokkeja Suomessa ovat Digia, TietoEVRY, Gofore, Innofactor ja Vincit. Pienestä koosta johtuen yhtiölle tulee soveltaa pientä alennusta. Verrokkiryhmässä olemme käyttäneet Inderesin ennusteita seuraamissamme yhtiöissä, mikä huomioi liikearvopoistot ja parantaa vertailukelpoisuutta suomalaisten IT-palveluyhtiöiden välillä.

Yleisesti pidämme IT-palveluyhtiöitä edelleen houkuttelevana sektorina omistaa johtuen sektorin maltillisesta arvostustasosta ja alan vahvoista kysyntäfundamenteista lyhyellä ja pitkällä aikavälillä. Yhtiöiden välisten erojen hajontaa on edelleen erilaisista strategisista valinnoista ja tämänhetkisistä kehitysvaiheista johtuen. Hajonta on kuitenkin kaventunut, kun aikaisemmin murrosvaiheessa olleet yhtiöt (Solteq, Innofactor ja Digia) ovat onnistuneet transformaatiossaan.

Vastaavasti esimerkiksi Goforen ja erityisesti Netcompanyn suhteelliset arvostukset ovat olleet huomattavasti korkeammalla 3x:n tai jopa 10x EV/liikevaihto-kertoimen tasolla, joka kuvaa yhtiöiden parempaa organista kasvua ja korkeaa kannattavuutta, jonka ylläpitäminen on kuitenkin entistä haastavampaa nykyisessä

markkinaympäristössä.

Bilotin verrokkiryhtiöiden kertoimiin pohjautuvassa arvonnäärityksessä (taulukko oikealla) olemme käyttäneet verrokkiryhtiöiden vuosien 2021-2022 oikaistuja EV/EBIT- ja P/E-kertoimia. Verrokkiryhmän suomalaisten mediaani EV/EBITA-kertoimet vuosille 2021-2022 ovat 13x ja 11x. Verrokkiryhmän vastaavat P/E-kertoimet ovat 17x ja 13x. Bilotin vastaavat EV/EBITA-kertoimet ovat 16 % alle suomalaisten verrokkiryhmän ja P/E-kertoimet 16 % yli. Olemme soveltaneet arvonnäärityksessä 10 %:n alennusta verrokkiryhmän kertoimiin. Yhtiön hyvät kasvunäkymät ja kannattavuus voisivat puoltaa vielä korkeampaa arvostusta, mutta 1) pienen koon, 2) lyhyen pörssihistorian, 3) keskeneräisen kasvu- ja tuloskäänteen sekä 4) kilpaillun markkinatilanteen vuoksi tuottovaatimuksemme on sektorin keskimääräistä korkeampi. Strategian edetessä aliarvostus sektoriin voi arviomme mukaan purkautua asteittain.

Bilotin suhteellinen arvostus on vahvan taseen huomioivaa EV/EBITA-kerrointa käyttäen houkutteleva ja P/E-kerrointa käyttäen arvostus on haastava. Yleisesti sektorin arvostustasot ovat houkuttelevat ja näin myös Bilotin suhteellinen arvostus on maltillinen.

Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	EV/EBIT		P/E	
	2021e	2022e	2021e	2022e
Digia*	12,5	10,8	14,2	12,7
Gofore*	21,8	18,8	28,6	25,8
Innofactor*	10,5	8,1	15,6	10,6
Nixu*	79,8	21,2	320,9	29,5
Siili*	13,4	10,9	14,9	13,4
Solteq*	12,8	10,4	16,7	13,3
TietoEVRY*	10,3	9,0	11,3	10,3
Vincit*	13,5	8,9	18,0	12,1
Netum*	12,5	10,7	18,1	16,6
Bouvet	19,4	17,7	26,0	23,6
ENEA	22,4	15,1	26,2	18,7
KnowIT	20,1	16,5	29,0	25,8
Netcompany	49,6	39,1	60,4	47,8
BILOT (Inderes)	11,0	8,8	18,6	15,9
Mediaani pohjoismaiset	13,5	10,9	18,1	16,6
Erotus-% vrt. mediaani	-19 %	-19 %	3 %	-5 %
Mediaani suomalaiset	12,8	10,7	16,7	13,3
Erotus-% vrt. mediaani	-15 %	-17 %	12 %	20 %

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

Arvonmääritys 3/3

DCF-analyysi

Annamme arvonmäärityksessä painoarvoa myös DCF:lle, koska suuri osa arvosta muodostuu jo lähivuosina, mihin näkyvyys on hyvä. Lisäksi odotamme historiallisen kasvun ja maltillisen kannattavuuden jatkuvan myös jatkossa, emmekä ennusta voimakasta kasvun kiihtymistä tai kannattavuuden paranemista historialliseen tasoon nähden.

DCF-mallimme osakekohtainen arvo Bilotin osakkeelle on 7,9 euroa. Ennustemallissamme yhtiö kasvaa vuosina 2022-2024 6 %:n vauhtia ja saavuttaa 10 %:n EBIT-marginaalin tason vuonna 2024. Pitkällä aikavälillä (2024 jälkeen) kasvu laskee asteittain 3 %:n tuntumaan ja on 2 % terminaalissa sekä EBIT-% vakiintuu 8 %:n tasolle. Mallissa ikuisuusoletuksen (terminaalijakso) painoarvo on 47 %. Rahavirtamallissa käyttämämme oman pääoman kustannus on 11,2 % ja sektoria korkeampi johtuen pienestä koosta. Pääoman kustannus (WACC) on myös 9,9 %, koska yhtiöllä ei ole korollista velkaa. Pääoman kustannus sisältää 3 %-yksikön likviditeettipreemion.

Osakkeen tuotto-odotuksen komponentit

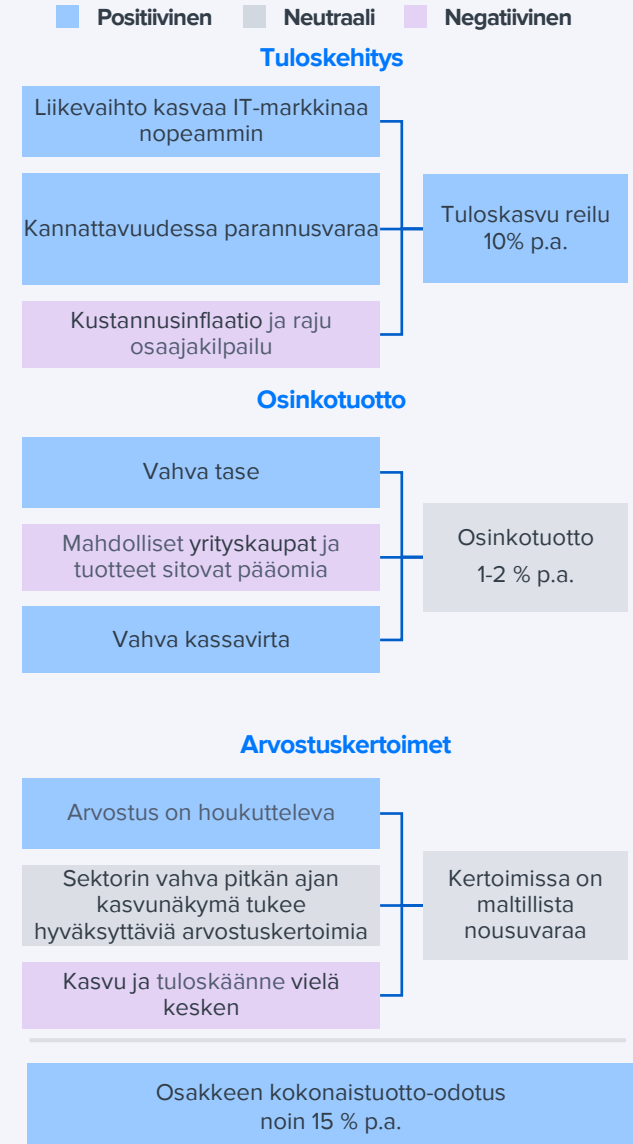
Tarkastelemme Bilotin osakkeen tuotto-odotusta tuloskasvun, osinkotuoton ja hyväksytyjen arvostuskertoimien näkökulmasta.

Arviomme mukaan yhtiöllä on lähivuosina edellytykset reilun 10 % vuotuisen tuloskasvuun (vuoden 2021e tasoon nähden) perustuen IT-markkinaa hieman nopeampaan kasvuun ja kannattavuusparannukseen. Vuosille 2021-2024

ennustamamme osinkotuotto puolestaan asettuu 1-2 % väliin. Yhtiön vahva tase ja rahavirta antavat edellytykset avokätisempäänkin voitonjakoon, mutta yrityskauppoihin varautuminen syö osan tästä potentiaalista.

Bilotin lähivuosien arvostuskertoimissa on näkemyksemme mukaan nousuvaraa yhtiön kasvustrategian edetessä ennusteidemme mukaisesti. Tässä vaiheessa yhtiön pienen kokoluokan myötä noin 10 %:n alennus sektoriin on näkemyksemme mukaan perusteltu. Arvioimme aliarvostuksen asteittain purkautuvan strategian edetessä. Näin ollen osakkeen tuotto-odotus muodostuu osinkotuotosta, tuloskasvusta ja arvostuskertoimista ja nousee noin 15 %:n tasolle.

Osaketuoton ajurit 2021-2024



Vertailuryhmän arvostus

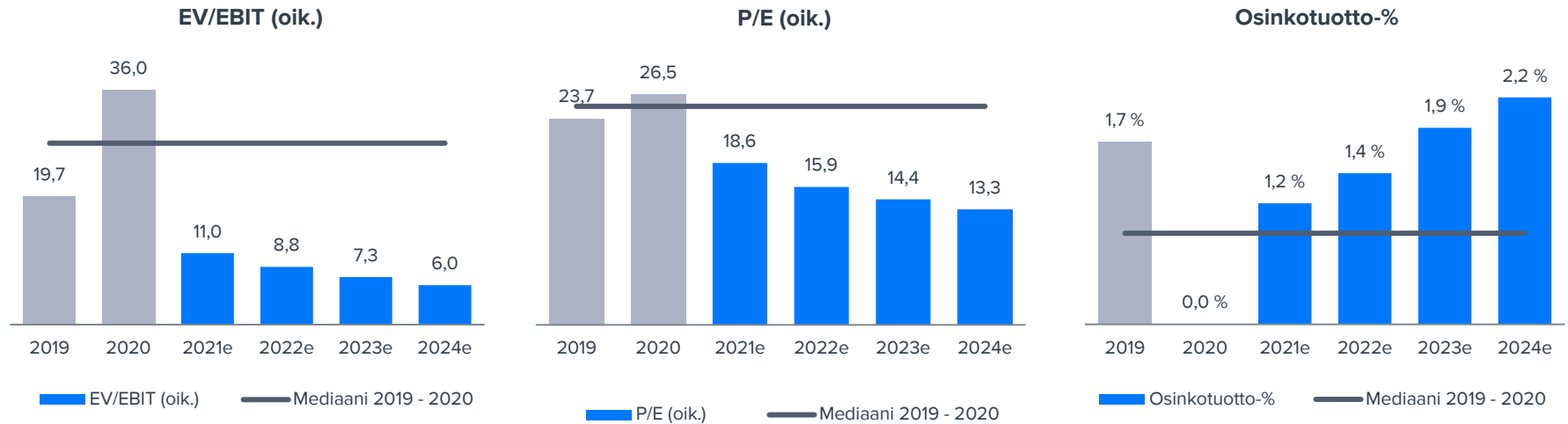
Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Osakekurssi	Markkina-arvo MEUR	Yritysarvo MEUR	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%	
				2021e	2022e	2021e	2022e	2021e	2022e	2021e	2022e	2021e	2022e
Digia*	6,69	179	195	12,5	10,8	9,5	8,6	1,3	1,2	14,2	12,7	2,5	3,0
Gofore*	21,30	321	295	21,8	18,8	18,2	15,9	2,9	2,6	28,6	25,8	1,6	5,3
Innofactor*	1,51	56	60	10,5	8,1	5,4	5,8	0,9	0,8	15,6	10,6	4,0	4,6
Nixu*	7,32	54	59	79,8	21,2	26,7	13,0	1,1	0,9	320,9	29,5		
Siili*	14,00	98	122	13,4	10,9	10,4	8,9	1,3	1,1	14,9	13,4	2,4	2,9
Solteq*	5,36	104	123	12,8	10,4	8,5	7,0	1,7	1,5	16,7	13,3	1,9	2,8
TietoEVRY*	27,08	3212	3864	10,3	9,0	7,3	7,3	1,4	1,3	11,3	10,3	5,0	5,2
Vincit*	8,52	103	99	13,5	8,9	11,4	8,4	1,6	1,3	18,0	12,1	2,3	2,6
Netum*	4,30	50	43	12,5	10,7	11,3	10,2	2,0	1,7	18,1	16,6	1,6	1,9
Bouvet	60,00	627	611	19,4	17,7	15,9	14,5	2,3	2,0	26,0	23,6	3,6	4,2
ENEA	216,00	464	480	22,4	15,1	13,8	11,4	4,8	3,9	26,2	18,7		
KnowIT	366,00	796	739	20,1	16,5	14,6	12,5	1,8	1,6	29,0	25,8	2,1	2,2
Netcompany	768,50	5404	5490	49,6	39,1	43,2	35,1	11,9	10,0	60,4	47,8	0,4	0,6
BILOT (Inderes)	6,90	35	24	11,0	8,8	10,2	8,2	0,9	0,8	18,6	15,9	1,2	1,4
Mediaani pohjoismaiset				13,5	10,9	11,4	10,2	1,7	1,5	18,1	16,6	2,3	2,9
Erotus-% vrt. mediaani				-19 %	-19 %	-11 %	-19 %	-48 %	-47 %	3 %	-5 %	-51 %	-49 %
Mediaani suomalaiset				12,8	10,7	10,4	8,6	1,4	1,3	16,7	13,3	2,4	2,9
Erotus-% vrt. mediaani				-15 %	-17 %	-3 %	-4 %	-34 %	-39 %	12 %	20 %	-51 %	-50 %

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

Arvostus yhteenveto

Arvostustaso	2016	2017	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e	2024e
Osakekurssi				1668	7,3	6,90	6,90	6,90	6,90
Osakemäärä, milj. kpl				0,02	2,79	5,03	5,03	5,03	5,03
Markkina-arvo				33,2	36,2	34,7	34,7	34,7	34,7
Yritysarvo (EV)				31,7	27,6	24,1	22,4	20,6	18,7
P/E (oik.)				23,7	26,5	18,6	15,9	14,4	13,3
P/E				28,6	neg.	37,3	25,0	21,6	19,1
P/Kassavirta				18,1	neg.	16,8	16,7	14,9	13,6
P/B				10,4	1,9	1,8	1,7	1,6	1,5
P/S				1,8	2,0	1,3	1,2	1,2	1,1
EV/Liikevaihto				1,7	1,5	0,9	0,8	0,7	0,6
EV/EBITDA (oik.)				17,6	29,7	10,2	8,2	6,8	5,6
EV/EBIT (oik.)				19,7	36,0	11,0	8,8	7,3	6,0
Osinko/tulos (%)				50,0 %	0,0 %	43,3 %	36,3 %	40,7 %	41,5 %
Osinkotuotto-%				1,7 %	0,0 %	1,2 %	1,4 %	1,9 %	2,2 %

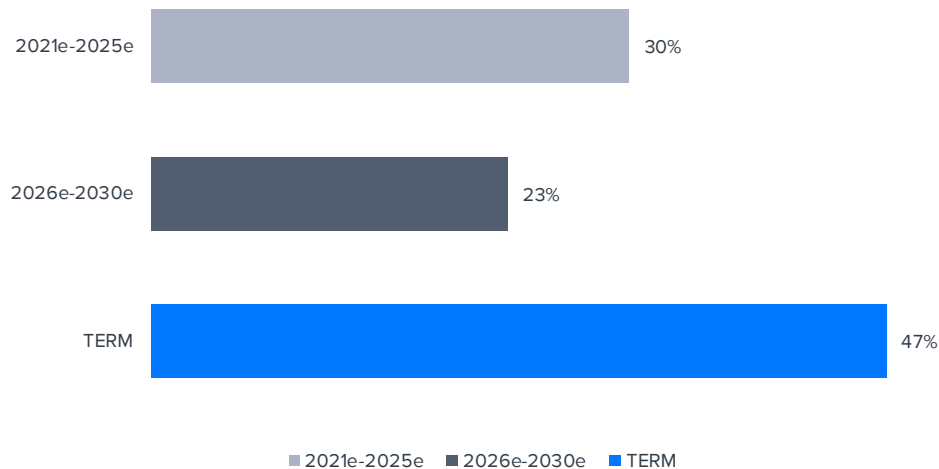
Lähde: Inderes



DCF-laskelma

DCF-laskelma	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	TERM
Liikevoitto	0,5	1,3	1,7	2,0	2,3	2,5	2,6	2,7	2,8	2,9	2,9	
+ Kokonaispoistot	0,5	1,1	1,0	1,0	1,0	1,1	1,1	1,1	0,9	0,8	0,7	
- Maksetut verot	-0,1	-0,1	-0,3	-0,4	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-0,6	-0,6	-0,6	
- verot rahoituskuluista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
+ verot rahoitustuotoista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Käyttöpääoman muutos	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Operatiivinen kassavirta	0,8	2,3	2,3	2,6	2,8	3,0	3,1	3,2	3,1	3,1	3,0	
+ 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	-8,7	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,5	
Vapaa operatiivinen kassavirta	-7,9	2,1	2,1	2,3	2,5	2,8	2,8	2,9	2,8	2,7	2,5	
+/- Muut	7,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	-0,8	2,1	2,1	2,3	2,5	2,8	2,8	2,9	2,8	2,7	2,5	34,9
Diskontattu vapaa kassavirta		2,0	1,8	1,9	1,9	1,8	1,7	1,6	1,4	1,3	1,0	14,5
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		31,0	29,0	27,2	25,3	23,4	21,6	19,9	18,2	16,8	15,6	14,5
Velaton arvo DCF		31,0										
- Korolliset velat		-0,1										
+ Rahavarat		8,7										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		0,0										
Oman pääoman arvo DCF		39,6										
Oman pääoman arvo DCF per osake		7,9										

Rahavirran jakauma jaksoittain



Pääoman kustannus (wacc)

Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	20,0 %
Vieraan pääoman kustannus	6,0 %
Yrityksen Beta	1,30
Markkinoiden riski-preemio	4,75 %
Likviditeettipreemio	3,00 %
Riskitön korko	2,0 %
Oman pääoman kustannus	11,2 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	9,9 %

Bilot tiivistelmä

Tuloslaskelma	2018	2019	2020	2021e	2022e	Osakekohtaiset luvut	2018	2019	2020	2021e	2022e
Liikevaihto	16,6	18,5	18,2	26,8	28,4	EPS (raportoitu)	55	58	0	0,18	0,28
Käyttökate	1,5	1,8	0,9	2,4	2,7	EPS (oikaistu)	57	70	0	0,37	0,43
Liikevoitto	1,4	1,6	0,5	1,3	1,7	Operat. kassavirta / osake	30	115	0	0,46	0,47
Voitto ennen veroja	1,3	1,4	-0,4	1,2	1,7	Vapaa kassavirta / osake	13	92	0	0,41	0,41
Nettovoitto	1,1	1,2	-0,4	0,9	1,4	Omapääoma / osake	160	160	7	3,90	4,09
Kertaluontoiset erät	0,0	0,0	-0,3	-0,9	-0,8	Osinko / osake	39	29	0	0,08	0,10
Tase	2018	2019	2020	2021e	2022e	Kasvu ja kannattavuus	2018	2019	2020	2021e	2022e
Taseen loppusumma	6,7	6,9	23,6	25,0	26,3	Liikevaihdon kasvu-%	12 %	11 %	-1 %	47 %	6 %
Oma pääoma	3,2	3,2	18,7	19,6	20,6	Käyttökatteen kasvu-%	-10 %	17 %	-49 %	155 %	15 %
Liikearvo	0,0	0,0	0,2	0,2	0,2	Liikevoiton oik. kasvu-%	-5 %	20 %	-54 %	186 %	15 %
Nettovelat	-1,2	-1,5	-8,6	-10,6	-12,3	EPS oik. kasvu-%	12 %	24 %	-100 %	35 %	17 %
Kassavirta	2018	2019	2020	2021e	2022e	Käyttökate-%	9,3 %	9,8 %	5,1 %	8,8 %	9,6 %
Käyttökate	1,5	1,8	0,9	2,4	2,7	Oik. Liikevoitto-%	8,4 %	9,1 %	4,2 %	8,2 %	8,9 %
Nettokäyttöpääoman muutos	-0,6	0,5	0,0	0,1	0,0	Liikevoitto-%	8,2 %	8,7 %	2,6 %	4,7 %	6,1 %
Operatiivinen kassavirta	0,6	2,3	0,8	2,3	2,3	ROE-%	44,2 %	36,3 %	-3,9 %	4,9 %	6,9 %
Investoinnit	-0,3	-0,5	-8,7	-0,3	-0,3	ROI-%	48,7 %	48,9 %	4,3 %	6,6 %	8,6 %
Vapaa kassavirta	0,3	1,8	-0,8	2,1	2,1	Omavaraisuusaste	48,2 %	46,4 %	79,0 %	78,5 %	78,4 %
						Nettovelkaantumisaste	-39,1 %	-46,0 %	-46,1 %	-54,2 %	-59,8 %
Arvostuskertoimet	2018	2019	2020	2021e	2022e						
EV/Liikevaihto	1,9	1,7	1,5	0,9	0,8						
EV/EBITDA (oik.)	20,6	17,6	29,7	10,2	8,2						
EV/EBIT (oik.)	22,9	19,7	36,0	11,0	8,8						
P/E (oik.)	29,5	23,7	26,5	18,6	15,9						
P/B	10,4	10,4	1,9	1,8	1,7						
Osinkotuotto-%	2,3 %	1,7 %	0,0 %	1,2 %	1,4 %						

Lähde: Inderes

Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

Raporteilla esitettävä informaatio on hankittu useista eri julkisista lähteistä, joita Inderes pitää luotettavina. Inderesin pyrkimyksenä on käyttää luotettavaa ja kattavaa tietoa, mutta Inderes ei takaa esitettyjen tietojen virheettömyyttä. Mahdolliset kannanotot, arviot ja ennusteet ovat esittäjiensä näkemyksiä. Inderes ei vastaa esitettyjen tietojen sisällöstä tai paikkansapitävyydestä. Inderes tai sen työntekijät eivät myöskään vastaa raporttien perusteella tehtyjen sijoituspäätösten taloudellisesta tuloksesta tai muista vahingoista (välttömät 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 neuvonantaja. 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 suosituksin myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään 2-4 kertaa vuodessa yhtiöiden osavuositarkastusten yhteydessä, mutta suosituksia ja tavoitehintoja voidaan muuttaa myös muina aikoina markkinatilanteen mukaisesti. Annetut suositukset tai tavoitehinnat eivät takaa, että osakkeen kurssi kehittyisi tehdyn arvon 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 Oy voi omistaa seuraamiensa kohdeyhtiöiden osakkeita ainoastaan siltä osin, kuin yhtiön oikeaa rahaa sijoitavassa mallisalkussa on esitetty. Kaikki Inderes Oy:n omistukset esitetään yksilöitynä mallisalkussa. Inderes Oy:llä ei ole muita omistuksia analyysin kohdeyhtiöissä. Analyysin laatineen analyytikon palkitsemista ei ole suoralla tai epäsuoralla tavalla sidottu annettuun suositukseen tai näkemykseen. Inderes Oy:llä ei ole investointipankkiliikeytoimintaa.

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

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

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

Suosituksien historia (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
18.3.2020	Lisää	6,90 €	6,34 €
22.4.2020	Vähennä	6,90 €	6,84 €
21.8.2020	Vähennä	6,90 €	7,05 €
26.2.2021	Vähennä	7,50 €	8,94 €
27.8.2021	Vähennä	7,80 €	7,68 €
28.9.2021	Lisää	7,80 €	6,90 €

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 Oy

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



Petri Kajaani
2017, 2019, 2020



Joni Grönqvist
2019, 2020



Erkki Vesola
2018, 2020



Petri Gostowski
2020



Atte Riikola
2020



Olli Koponen
2020

**Analyysi kuuluu
kaikille.**