

# Digia

## Seurannan aloitus

**3/2018**

inde  
res.

# Rakennuspalikat kasassa

Digialla on yhtiön uudessa strategiassa kasassa hyvät rakennuspalikat kilpailukykyiselle tarjoomalle IT-markkinan palvelualueilla, joissa markkinan kysyntänäköymät ovat vahvat tai piristymässä. Yhtiöllä on kuitenkin edelleen töitä tehtävänä, ennen kuin se on täydessä iskukunnossa ja tarjooma on yhtenäinen. Digian osakkeen arvostus lukeutuu selkeästi sektorin edullisimpien joukkoon, joten rima onnistumiselle on todella matalalla. Osakkeessa on tuntuva nousuvaraa yhtiön kannattavuuden normalisoituessa, mutta tulostamme on vielä todistamatta.

## Digia asemoituu IT-markkinalla suurten generalistien ja pienten ohjelmistokehittäjien väliin

Digia on Suomen markkinalla erityisesti suurten ja keskisuurten asiakkaiden kokoluokkaan vahvasti etabloitunut IT-palveluyhtiö. Yhtiön tarjonta kattaa pitkälle IT:n elinkaaren sisältäen digitaalisten palveluiden kehityksen, integraation ja datan, liiketoiminnan taustajärjestelmät sekä ylläpitopalvelut. Yhtiön keihäänkärkiä ovat integraatio-osaaminen, tietoturvallinen ohjelmistokehitys, verkkokaupan ratkaisut ja toiminnanohjaus erityisesti kauppa-, teollisuus- ja finanssisektoreilla. Yhtiöllä on myös omia ohjelmistotuotteita, kuten Digia Enterprise toiminnanohjaukseen sekä DiFS-tuoteperhe finanssialalle. Tuoteliiketoiminnan osuus yhtiön liikevaihdosta oli 25 % ja jatkuvien tuottojen osuus 48 % vuonna 2017.

## Tarjonnan palaset alkavat olla kasassa, kokonaisuus vielä sovitettava yhteen

Jakauduttuaan Qt:sta vuonna 2016 Digia on aloittanut uudistumisen ja kasvustrategian toteuttamisen itsenäisenä yhtiönä. Muutos ei ole ollut kivuton ja yhtiöllä on ollut selkeitä kannattavuushaasteita, kun se on muokannut aiemmin siilomaisesti toiminutta organisaatiotaan kohti yhtenäisempää tarjontaa. Lisäksi yhtiö on uudistanut tarjontaansa IT-markkinan kasvaville alueille kolmen yrityskaupan tukemana. Tarjooman näkökulmasta Digialla on selkeitä ydinvahvuuksia sekä nyt myös rakennuspalikat tarjota laajempia kokonaisratkaisuja asiakkaiden kysynnän kehittyessä tähän suuntaan. Yhtiön on kuitenkin vielä hiottava kokonaisuutta yhtenäiseksi ja organisaatiotaan tehokkaammaksi, jotta kasvua voidaan kiihdyttää ja kannattavuuspotentiaali realisoituu. Arviomme mukaan tämä tulee viemään aikaa, mutta kuluvasta vuodesta alkaen tulemme näkemään asteittain paranevia merkkejä kannattavuuden suhteen.

## Vahvaan tulokasvuun on hyvät edellytykset, kun ponnistetaan pohjilta

Vuosi 2017 oli Digian uuden strategian viimeinen ”perustanrakennusvuosi” (EBIT-% 2 %). Odotamme kannattavuuden nousevan välttävälle tasolle lähivuosina (EBIT-% n. 6 %), mutta strategian onnistuessa tulospotentiaali on selvästi korkeampi. Arvioimme myös vahvaa noususuhdannetta elävän IT-markkinan trendien olevan kääntymässä Digialle suotuisammiksi, kun ohjelmistokehityksen lisäksi integraatio-, ylläpito- ja taustajärjestelmäosaamisen merkitys digitalisaatiotarkoituksien toteutuksessa korostuu.

## Maltillinen arvostus varovaisista ennusteista huolimatta

Digian strategia on kasvuhakuinen, mutta tällä hetkellä yhtiön suurin arvonluontipotentiaali on kannattavuudessa. Digia asemoituu arvostukseltaan tällä hetkellä selkeästi sektorin alisuorittajien joukkoon ja hinnoittelu on yksi sektorin edullisimpia. Hyvin varovaisilla tulosennusteillamme yhtiön vuoden 2018 P/E- ja EV/EBITDA -kertoimet ovat 13x ja 9x ja selvästi alle sektorin arvostustasojen. Yhtiöltä kuitenkin puuttuvat vielä näytöt tulosparannuksesta, mikä painaa hyväksyttävää arvostusta.

## Analyttikot

Joni Grönqvist

+ 358 40 515 3113

joni.gronqvist@inderes.fi



Mikael Rautanen

+ 358 50 3460321

mikael.rautanen@inderes.fi



## Suositus ja tavoitehinta

### Lisää

Edellinen: -



### 2,40 EUR

Edellinen: -

**Osakekurssi: 2,17 EUR**

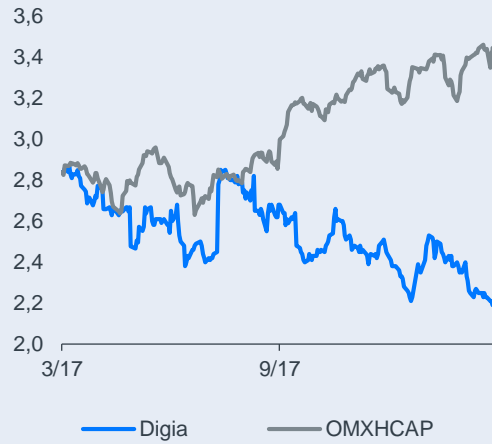
**Potentiaali: 10,6 %**

## Avainluvut

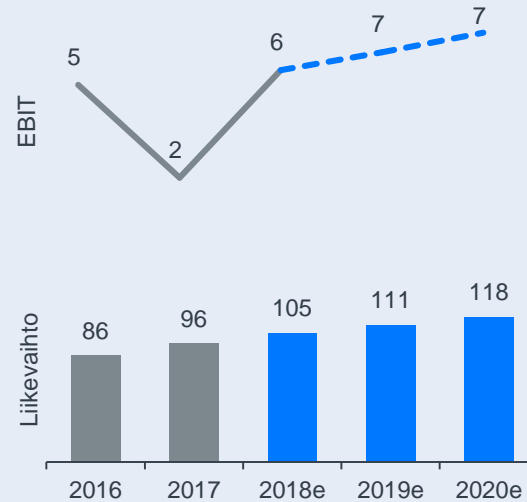
|                    | 2017   | 2018e | 2019e | 2020e |
|--------------------|--------|-------|-------|-------|
| Liikevaihto        | 96     | 105   | 111   | 118   |
| - kasvu-%          | 11,3 % | 8,9 % | 6,0 % | 6,0 % |
| EBIT               | 1,8    | 6,0   | 6,7   | 7,4   |
| - EBIT-%           | 1,9 %  | 5,7 % | 6,0 % | 6,3 % |
| Tulos ennen veroja | 1,2    | 5,5   | 6,3   | 7,2   |
| Nettotulos         | 1,0    | 4,4   | 5,0   | 5,7   |
| EPS                | 0,04   | 0,16  | 0,19  | 0,21  |
| P/E                | 65,1   | 13,3  | 11,6  | 10,2  |
| EV/Liikevaihto     | 0,7    | 0,6   | 0,5   | 0,5   |
| EV/EBIT (oik.)     | 36,9   | 10,2  | 8,8   | 7,4   |
| Osinkotuotto-%     | 1,7 %  | 3,7 % | 4,6 % | 5,5 % |

Lähde: Inderes

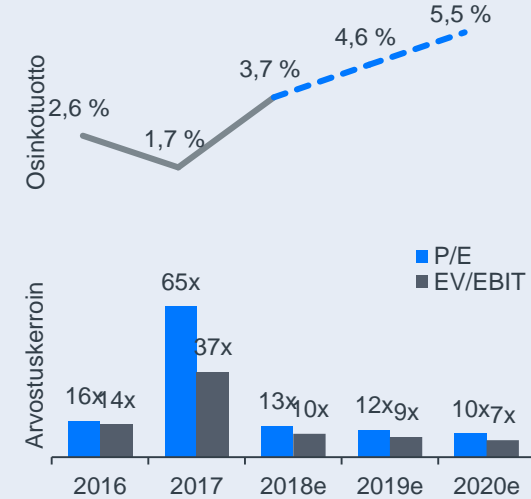
## Kurssikehitys



## Liikevaihto ja käyttökate



## Arvostus ja osinkotuotto



### Arvoajurit

- Vahvasti kasvavat markkinat
- Markkinatrendit kääntymässä Digian tarjoamalle suotuisammiksi
- Kannattavuudessa merkittävästi parannuspotentiaalia
- Jatkuvat palvelut ja oma tuoteliiketoiminta



### Riskitekijät

- Suurten hankkeiden projektiriskit ja asiakkaiden neuvotteluvoima
- Asemoituminen väliinpuotoajaksi suurten ja pienten toimijoiden väliin
- Kilpailukyky osaajakilpailussa
- Yrityskauppojen integraatiot



### Arvostus

- Hyljeksitty ja uinuva osake kuumalla markkinalla
- Arvostuskertoimet sektorin alimpia, mutta tuloskäännä vielä todistamatta
- Merkittävää nousupotentiaalia kannattavuuden normalisoituessa

# Sisällysluettelo

|                                                |                 |
|------------------------------------------------|-----------------|
| <b>Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli</b>       | <b>s. 5-14</b>  |
| <b>IT-palvelumarkkinat</b>                     | <b>s. 15-21</b> |
| <b>Kilpailu</b>                                | <b>s. 22-25</b> |
| <b>Strategia</b>                               | <b>s. 26-28</b> |
| <b>Historiallinen kehitys</b>                  | <b>s. 29-30</b> |
| <b>Ennusteet</b>                               | <b>s. 31-32</b> |
| <b>Arvonmääritys</b>                           | <b>s. 33-38</b> |
| <b>Taulukot</b>                                | <b>s. 39</b>    |
| <b>Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria</b> | <b>s. 40</b>    |

# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 1/5

## Yhtiökuvaus

Digia on Suomen IT-markkinalle vahvasti etabloitunut IT-palveluyhtiö, jolla on hyvä jalansija erityisesti keskisuurissa ja suurissa yrityksissä valituilla toimialoilla kuten tukkukaupassa, teollisuudessa ja finanssialalla. Digian tarjonta kattaa laajalti IT:n tai digitalisaatoratkaisujen elinkaaren sisältäen digitaalisten palveluiden kehityksen, integraation ja datan, taustajärjestelmät (toiminnanohjaus) ja ylläpitopalvelut. Digia pyrkii erottumaan markkinalla keskittymällä tiettyihin markkinasegmentteihin sekä yhdistämällä pienemmän toimijan ketteryyttä ja omistautumista asiakkaalle sekä suuren toimijan kykyä toimittaa myös vaativia kokonaisratkaisuja.

Digian liikevaihto vuonna 2017 oli 96 miljoona euroa ja yhtiössä oli 1005 henkilöä töissä, mikä tekee siitä Suomen IT-palvelumarkkinalla yhden suurimmista toimijoista. Maantieteellisesti yhtiö toimii Suomessa Helsingissä, Jyväskylässä, Oulussa, Raumalla, Tampereella, Turussa, Lahdessa ja Vaasassa. Lisäksi yhtiöllä on Ruotsissa Tukholmassa pieni yksikkö.

Palveluliiketoiminnan lisäksi Digialla on kaksi merkittävää tuotekokonaisuutta, jotka ovat pankki ja vakuutuslalle tarkoitettu DiFS-tuoteperhe sekä Enterprise-toiminnanohjausjärjestelmä (ERP). Lisäksi yhtiöllä on yksittäisiä pienempiä tuoteratkaisuja. Omien tuotteiden ohella Digia on toiminnanohjausjärjestelmissä Microsoftin Dynamics 365 -tuotteen toimituksissa merkittävä toimija Suomessa.

Digia on yhtiön pitkän historian, omien ohjelmistotuotteiden ja Microsoft Dynamics -osaamisen myötä saavuttanut ja pitänyt vahvan markkina-aseman toiminnanohjausjärjestelmissä

erityisesti suurissa ja keskisuurissa organisaatioissa kaupassa, tukkukaupassa, logistiikassa, teollisuudessa ja finanssitoimialalla. Toiminnanohjaus on selkeästi yhtiön suurin liiketoiminta-alue. Digian geeniperimä on siten vahvasti syvällä asiakkaiden liiketoimintakriittisissä ydinjärjestelmissä. Verrattuna kovassa nosteessa oleviin digitaalisten palveluiden kehittäjiin (kuten Vincer), kyseessä on verrattain hidasliikkeinen markkina, jossa kilpailu ja asiakassuhteet ovat hyvin vakiintuneita.

Digia on kaksi vuotta sitten käynnistetyssä uudessa strategiassaan lähtenyt siirtymään portfoliomaisesta tarjonnasta kohti yhtenäisempää kokonaistarjontaa läpi IT:n elinkaaren. Tarjontaa on viime vuosina myös vahvistettu yrityskaupoin markkinan kasvavilla palvelualueilla. Tarjontaa katsoessa yhtiön vahvuudet ovat selkeästi ydinprosessien osaamisessa sekä niitä tukevissa järjestelmissä ja integraatioissa. Kasvussa olevien uusien digitaalisten palveluiden tarjontaa ja osaamista Digia lähti vahvistamaan takamatkalta verrattuna kilpailijoihin, mutta laajentumisen hyötyjä on nyt alettu nähdä yhtiön kasvussa. Vuoteen 2018 lähdeäessä yhtiön tarjooman palaset alkavat olla kasassa ja samalla käsityksemme mukaan yhtiön asiakkaissa kysyntä laajemmille osaamis-kokonaisuuksille on nostamassa päätään. Kasvustrategian rakennusvaihe on näkynyt yhtiön heikkona kannattavuutena 2016-2017.

## Takana useita merkittäviä rakennemuutoksia

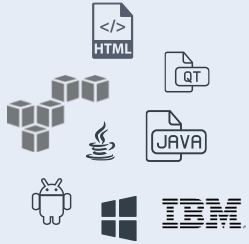
Digia on käynyt läpi historiassaan useamman suuren muutoksen, kuten mobiili liiketoiminnan hiipumisen Nokia-kriisissä sekä Qt-ohjelmistokehitystyökälyn oston ja tästä liiketoiminnasta jakautumisen.

Nykyisen Digian tarina merkittävänä pelurina Suomessa alkoi vuonna 2005, kun yhtiö fuusioitui Sysopenin kanssa. Tällöin SysopenDigiasta tuli yksi maailman ensimmäisistä listatuista kokonaisvaltaisista Symbian-kehittäjistä. Vuoteen 2010 asti juuri telekommunikaatio-liiketoiminta yhdessä yritysostojen kanssa veti yhtiön kasvua. Symbianin ja Nokian puhelinliiketoiminnan romahdus vuonna 2011 veti kuitenkin koko Digian kehityksen rajulle lasku-uralle ja yhtiö joutui uusiutumaan voimakkaasti. Vuonna 2011 yhtiö osti Nokialta Qt-lisensointi- ja palveluliiketoiminnan ja elokuussa 2012 Digia osti Nokialta lisäksi avoimen lähdekoodin lisensoinnin, tuotekehityksen ja koko Qt-ohjelmistoteknologian tekijänoikeudet. Qt-kaupan jälkeen Digia investoi merkittävästi Qt-liiketoiminnan rakentamiseen ja kasvattamiseen ja sopeutti ja tervehdytti IT-palveluliiketoimintaa sen kysynnän romahduksen jälkeen.

Qt-kaupan jälkeen Digian palveluliiketoiminta toimi pitkälti kassavirtakoneena, jolla yhtiö rahoitti investointeja Qt:n teknologiaan. Palveluliiketoiminta nousi hyvin kannattavaksi, mutta sen kasvu oli vaatimatonta ja liiketoiminta oli enemmän ”kassavirta-tilassa”. Qt-kauppa oli Digian omistaja-arvon kannalta erittäin onnistunut liike, mutta sen kääntöpuolena oli, että IT-palveluliiketoiminnan kehittämiseen ei investoitu olennaisesti ja siltä puuttui itsenäinen kasvustrategia. Siten Qt:n ja Digian jakautuminen keväällä 2016 oli kokonaisuuden kannalta hyvä ajankohta eriyttää liiketoiminnat toisistaan.

Jakautumisen jälkeen itsenäinen Digia uudisti strategiansa ja lähti tavoittelemaan kasvua. Vuosina 2016-2017 yhtiö uudisti organisaatiotaan ja vahvisti digitaalisia palveluitaan ja integraatio-osaamistaan kolmella pienellä yritysostolla.

## Kumppanit



Teknologiatoimittajat ja -yhteisöt

## Toiminnot



Rekrytointi

Myynti

Toimitusprojektit

Ylläpito ja Service Desk

Omien ohjelmistojen tuotekehitys

## Liiketoimintaidea

Digia on asiakkaan digitaalisen liiketoiminnan uudistaja.

Ydinjärjestelmien syväosaaminen

Kasuvat digitaaliset palvelut

# digia

Integraatio-osaaminen

Omat ohjelmistoratkaisut

Jatkuvat palvelut

## Kilpailu



IT-generalistit

Ketterät ohjelmistokehittäjät

## Asiakassegmentit



Fokus Suomen alueella



Erityisosaamista valituilla toimialoilla (mm. finanssi, teollisuus, tukkukauppa ja julkishallinto)



Kilpailuetu keskisuurissa ja suurissa paikallisesti toimivissa yrityksissä

## Osaamisalueet

Digitaaliset palvelut



Integraatio ja analytiikka



Taustajärjestelmät ja omat ohjelmistot



Tietoturvallinen ohjelmistokehitys



Ylläpito



Alihankkijat, resurssivuokraajat

## Kustannusrakenne

1005 hlö (2017)

94 m€ (2017)



Henkilöstökulut (72 % kustannuksista)



Alihankkijat ja ostot (14 %)



Liiketoiminnan muut kulut (14 %)

## Tulovirrat

Projekti- sekä Palvelu- ja ylläpitoliiketoiminnan osuus



~50%



~50%

Tuote- ja asiantuntija-liiketoiminnan osuus



~25%

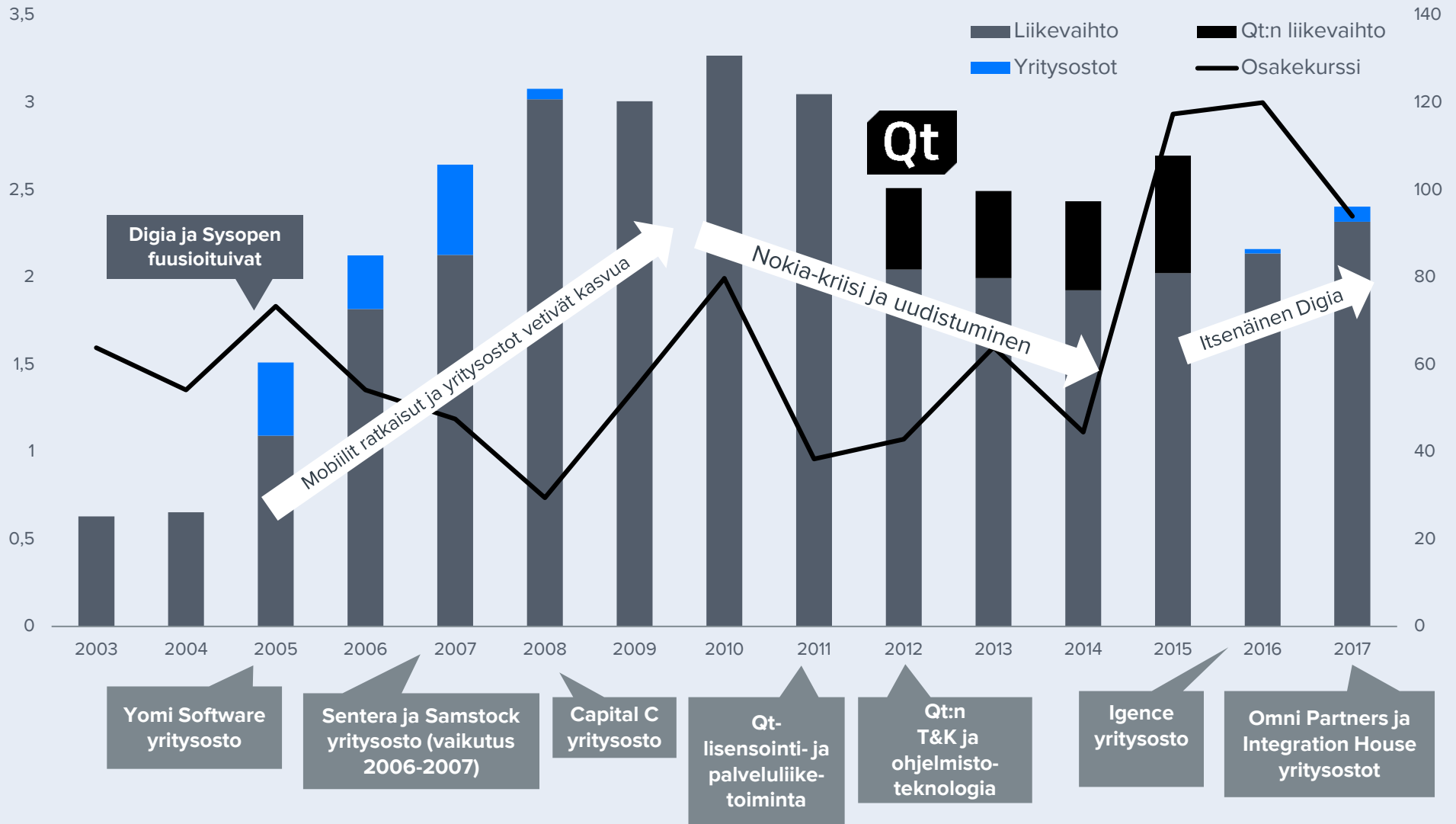


~75%

Liikevaihto 96 m€  
EBIT 2 m€ (2017)



# Digian historia



# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 2/5

Historia on tuonut Digialle mukanaan vahvuuksia, kuten yhtiön muutoskyvyn, sillä kaikki toimijat eivät ole elpyneet Nokia-kriisistä yhtä onnistuneesti. Näkemyksemme mukaan muutoskyky on tärkeä vahvuus nykyisessä IT-markkinan kiihtyvässä muutoksessa. Lisäksi yhtiöllä on pitkän historian ansiosta vahvoja asiakkuuksia ja toimialaosaamista, omaa tuoteliiketoimintaa sekä uskottavuutta.

Digian historian tuomat heikkoudet liittyvät lähinnä yhtiön tarjooman, osaamisen ja kulttuurin painottumiseen IT-markkinan hitaammin kasvaville osaamisalueille ja projektiliiketoimintaan. Muuntautuminen projektivetoisista taustajärjestelmistä kohti liiketoimintalähtöisempää palveluliiketoimintaa vaatii muutosta organisaatioon ja kulttuuriin ja vie aikaa. Tämä muutosprosessi on arviomme mukaan näkynyt erityisesti vuosina 2016-2017 yhtiön taloudellisessa kehityksessä.

## Palvelualueet ja liiketoimintamalli

### Toiminnan-ohjaus ja räätälöidyt asiakasratkaisut - ERP

Digian tarjonta liiketoiminnan taustajärjestelmissä sisältää toiminnanohjausta, tuotannonohjausta ja henkilöstönohjausta. Toiminnanohjaus-yksikössä työskentelee noin 400 henkilöä, mikä tekee siitä ylivoimaisesti yhtiön suurimman liiketoiminnan. Tarjonnassa yhtiö on keskittynyt pääasiassa kahteen teknologiaan: omaan Enterprise-tuotteeseen sekä Microsoftin Dynamics-tuotteisiin. Toimituksista valtaosa on Enterprise- ja Dynamics-toiminnanohjausjärjestelmien toimituksia ja murto-osa muiden tuotteiden tai räätälöityjen ratkaisujen toimituksia.

Kyseiset järjestelmätoimitukset ovat pääosin asiakkaille liiketoimintakriittisiä, mikä tekee asiakassuhteista syviä ja pitkäaikaisia. Tässä liiketoiminnassa ostosykli on pitkä ja toimittajan maine, referenssit ja uskottavuus ovat tärkeässä roolissa. Liiketoiminta jakautuu nykyisten asiakkaiden järjestelmien modernisointiin sekä uusiin asiakkuuksiin, joissa kyseeseen voi tulla koko alustan vaihtaminen. Lisäksi kasvavassa määrin tätä liiketoimintaa ajaa nykyisten järjestelmien vieminen pilveen sekä uudistaminen toimimaan alustana uusille digitalisaatoratkaisuille, jolloin näiden järjestelmien toimituksiin liittyy yhä useammin Digian muita palvelualueita.

Toiminnanohjauksessa Enterprise on Digian kärkituote, joka on yhtiön mukaan segmentissään ainoa kotimainen kehittyvä ERP. Tuote istuu erityisesti tukkukaupan tarpeisiin ja yli 30 miljoonan euron liikevaihtoluokassa oleviin yrityksiin. Koska kyseessä on Digian oma tuote, pystyy yhtiö räätälöimään kilpailutilanteen ja asiakkaan tarpeen mukaan toimituksen lisenssi-, projekti- ja ylläpito-osioiden hinnoittelua, mikä tuo kilpailuetua. Käsitteemme mukaan Enterprise on Suomen markkinalla omissa segmenteissään kilpailukykyinen tuote, mutta sen markkinapotentiaali on rajallinen. Digia kehittää tuotetta edelleen jatkuvasti, jotta sitä voitaisiin laajentaa uusiin asiakassegmentteihin. Tällä hetkellä tuote on vielä paikallisesti asennettava, mutta oletettavasti tuotteen kehitystyö keskittyy myös sen viemiseksi pilviympäristöön. Enterprisella on yli sata käyttäjäorganisaatiota tällä hetkellä ja asiakaspito on hyvällä tasolla.

Microsoftin Dynamics 365 on toiminnanohjauksessa Digian toinen pääteknologia. Digian kilpailuetu tuotteen myynnissä ja integroinnissa on tekninen

osaaminen. Dynamics-tuotteen siirtyä pilveen on muuttanut viime vuosina markkinan tasapainoa ja Digia on onnistunut kilpailussa käsityksemme mukaan hyvin. Yhtiön mukaan Dynamics 365 tuotteen markkinoita jaetaan vielä vuosina 2018-2019. Näin ollen yhtiö jatkaa edelleen panostuksia tälle alueelle ja tavoitteena on olla Suomen suurin Dynamics 365 -toimittaja. Tällä hetkellä Digialla on yli 100 omaa henkilöä töissä Dynamics 365:n parissa. Liiketoimintamallina tämä alue sisältää lisenssien jälleenmyyntiä, projektitoimituksia ja ylläpitoa.

Digia tarjoaa myös tietyille asiakkailleen kyberturvallisuuteen liittyviä palveluita ja turvasektorin ratkaisuja. Kyberturvallisuuden palveluita ovat mm. konsultointi, auditoinnit, koulutus, ratkaisujen toteutus projekteissa sekä niiden ylläpito hyödyntäen omia tuotteita ja IPR:iä, sekä partnereiden ratkaisuja. Turvasektorin ratkaisuissa tarjonta kattaa korkeampia turvatasoja vaativien tietojärjestelmien tuottamisen ja ylläpidon. Turvaluokiteltujen hankkeiden, palveluiden ja tuotteiden toteutukseen Digialla on CISSP -sertifioituja asiantuntijoita sekä auditoidut (ST4 ja ST3) tuotantotilat. Alueiden parissa työskentelee yli 100 henkilöä riippuen tilanteesta. Näin ollen liiketoiminta on merkittävä osa jo nyt ja yhtiö odottaa sen edelleen kasvavan. Yhtiön tuotteet ja palvelut ovat yleensä asiakkaille kriittisiä. Asiakkaina yhtiöllä on tärkeimmät turvasektorin viranomaiset ja merkittävät turvallisia ratkaisuja tarvitsevat muut viranomaiset. Kyberturvallisuuden asiakkaat ovat eri sektoreilta, julkishallinnosta telemaailmaan.



# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 3/5

## Digitaaliset palvelut

Digia on viimeisen parin vuoden aikana panostanut paljon digitaalisten palveluiden kehitysosaamiseen vahvistaakseen kokonaistarjoomaansa sekä saadakseen osuutta tällä kasvavalla alueella. Yhtiö on vahvistanut osaamista rekrytoinneilla sekä kahdella yritysostolla. Digitaaliset palvelut sisältävät sähköisen asioinnin, verkkokaupankäynnin, digitaaliset työympäristöt, palveluiden mobilisoinnin, palvelumuotoilun, analytiikan ja liiketoimintakonsultoinnin. Digitaaliset palvelut työllistävät yli 100 henkilöä, joista valtaosa on ketterän sovelluskehityksen ja verkkokaupan alueilla sekä muutamia kymmeniä designin, palvelumuotoilun ja konsultoinnin alueilla.

Digian vahvuus tällä alueella on verkkokaupassa ja erityisesti monikanavaisissa ratkaisuisissa (fyysisen ja digitaalisen kaupan yhdistyminen), mitä tukee erityisesti yhtiön toiminnanohjausjärjestelmä- ja integraatio-osaaminen. Yhtiö on käsittelemme onnistunut hyvin laajentumisessa verkkokaupparatkaisuihin sekä niiden liittymisessä osaksi muuta tarjoomaa. Kysyntä näissä ratkaisuisissa on tällä hetkellä kovaa ja yhtiö pyrkii kiihdyttämään vauhtia saadakseen suuremman osan tästä kasvavasta markkinasta. Näin ollen Digia rekrytoi jatkuvasti ja sovittaa tarjoomaa markkinakysynnän mukaan. Kasvun pullonkaulana tällä alueella on nyt osaajien saatavuus.

## Integraatio ja tiedon hyödyntäminen

Digian integraatio-osaamista voidaan pitää yhtenä vahvimista Suomessa sekä yhtiön yhtenä keihäänkärkenä. Integraation ja tiedon hyödyntämisen alueella työskentelee noin 250 henkilöä. Integraatiokyvykyys ja etenkin ohjelmointirajapinta (API) -kyvykyys on yhtiölle

tärkeä kilpailuetu sekä osaamisalueena sen merkitys on nykyisessä markkinassa korostumassa. Teknologioiden osalta yhtiö käyttää IBM, Microsoft, Oracle, MuleSoft, RedHat, FRIENDS, Dell Boomi, Apache ServiceMix, QlickView ja Digia iSuite -teknologioita integraatio- ja analytiikkatoimituksissaan. Integraatiotoimitukset ovat pääasiassa projektilaskutusta, mutta niihin liittyy myös jatkuvia ja skaalautuvia toimitusmalleja.

Digian dataan liittyvä tarjonta sisältää tiedon hallinnan, visualisoinnin ja analytiikan ratkaisuja aina tiedon varastoinnista ja ydintiedon hallinnasta ennakoivan analytiikan ratkaisuihin.

## Yhteiset palvelut ja ylläpito

Digian yhteiset palvelut ja ylläpito sisältävät yhteisen myynnin, testauspalvelut, arkkitehtipalveluita, service desk - ja ylläpitopalvelut. Digialla ei historiassa ollut merkittävästi jaettuja palvelualueita yhtiön toimiessa hyvin portfoliolähtoisellä toimintamallilla, jossa eri toimintoille oli omat tukitoiminnot. Yhtiö onkin viime vuonna alkanut yhtenäistämään tukitoimintoja skaalautuvuuden parantamiseksi.

Yhteiset palvelut ja -toiminnot sekä ylläpito työllistävät vajaa 200 henkilöä. Toiminta on vahvasti jatkuvan luonteista, skaalautuu kohtalaisesti ja tukee luontaisesti yhtiön muita palvelualueita. Ylläpitokyvykyys on ollut monille sektorin kasvaville ohjelmistokehittäjille haastava osaamisalue rakentaa sen erilaisen kulttuurin ja osaajaprofiilin takia, minkä takia ylläpito-osaaminen on yksi kilpailutekijä Digialle. Yhtiö on rakentanut ylläpito-organisaatioita onnistuneesti rekrytoimalla tälle alueelle sopivia osaajaprofiileja.

## Digian tyypilliset asiakkuudet

Digia on viimeiset vuodet kehittänyt tarjontaansa aikaisemmasta portfolionäkökulmasta vahvemmin kokonaistarjonnan suuntaan. Taustalla on asiakkaiden kysyntä ketterälle toimijalle, joka voi toimittaa myös laajemman kokonaisuuden ja pystyy auttamaan asiakasta ratkaisemaan digitalisaatiomurrokseen liittyviä laajempia haasteita pistemäisten ratkaisutoimitusten sijaan. Asiakkaat hakevat nyt digitalisaation kautta kasvua, mutta vakiintuneet järjestelmät saattavat olla digitalisaation jarruna. Tällöin Digialla on hyvät mahdollisuudet myydä kaikki elinkaaren vaiheet (digitaaliset palvelut, integraatio, toiminnanohjauksen modernisointi ja ylläpito), mikä toimii kilpailuetuna erityisesti pienempiä kilpailijoita vastaan.

Digian optimaalinen asiakaskoko riippuu hieman palvelualueesta, mutta yhtiön ydinkohderyhmää voidaan sanoa olevan 80-400 MEUR liikevaihdon yritykset, jotka ovat suurimmille generalisteille liian pieniä ja pienemmille toimijoille liian isoja. Yksittäisillä tarjooma-alueilla yhtiö voi olla täysverisessä kilpailussa generatlistaja vastaan Suomen suurimmista yrityksistä kilpailtaessa.

Tyypillisesti Digian asiakkailta ei ole niin paljon omaa osaamista hallita kokonaisuuksia ja ne tarvitsevat vahvan toimittajan johtamaan koko hankintaketjua. Suuremmissa asiakaskokoluokassa kilpailu on myös kovempaa. Lähtökohtaisesti yhtiö tavoittelee vuositasolla arvoltaan miljoonaluokan asiakkuuksia. Ostajana asiakasorganisaatioissa toimii yleensä tietohallinto ja liiketoimintajohto. Digia on henkilöstön koulutuksella hakenut muutosta, jotta yhtiön myynti palvelisi enemmän myös asiakkaan liiketoimintaa.

# Digian palvelualueet

Kyvykkyys toimittaa kokonaisratkaisuja erottumistekijänä



Asiakkaan IT:n elinkaaren vaiheet ja Digian palvelualueet



# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 4/5

## Palvelualueiden synergiat

Digian eri palvelualueiden synergiat liittyvät koko elinkaaren kattavan tarjooman myymiseen. Lisäksi yhteisillä palveluilla resursseja voidaan jakaa yli palvelualueiden rajojen.

Yhtiön mukaan nykyään yhä useampaan asiakkuuteen liittyy useita Digian palvelualueita ja tämän merkitys erityisesti uusasiakashankinnassa korostuu. Esimerkiksi toiminnanohjauksessa tämä on mahdollistanut jo nyt yhtiölle markkinaa nopeamman kasvun. Isossa kuvassa eri palvelualueiden synergioissa ollaan kuitenkin todennäköisesti vielä alkumatkalla ja on vielä vaikea sanoa, missä suhteessa tuleva Digian kilpailuetu syntyy kokonaisuuksista ja missä suhteessa yksittäisistä vahvoista osaamisalueista. Kannattavuuden perusteella yhtiöllä on ollut vielä uudistuneessa organisaatiossa myös selkeää tehottomuutta sekä haasteita projektihallinnassa ja käyttöasteissa, joten hyötyjen realisoituminen kannattavuuteen vie aikaa.

Digian tarjoomalähtöisen mallin vahvuutena on huippuosaamisen keskittyminen tarjoomien ympärille ja resursoinnin tehokkuus. Mallin heikkous verrattuna asiakaslähtöiseen organisaatiomalliin on se, ettei asiakas ohjaa toimintaa niin vahvasti.

## DiFS-ratkaisualue

Digian finanssiliiketoiminta sisältää DiFS-ratkaisut ja -tuotteet. Tämä ratkaisualue on hieman irrallinen yhtiön muusta tarjoomasta ja sen synergiat ovat rajallisia, minkä takia käsittelemme sen erikseen. Arvioimme mukaan tämä liiketoiminta tuotteineen voisi olla irrotettavissa Digiasta, mutta käsityksemme

mukaan yhtiö panostaa parhaillaan myös tämän liiketoiminnan kasvuun osana Digiaa.

Digialla on pitkä historia finanssitoimialalta ja yhtiölle on vuosien varrella kehittynyt Suomessa oma vakituinen asiakaskunta tälle alueella. Yhtiö tarjoaa finanssitoimijoille omaa Digia Financial Systems (DiFS) -tuoteperhettä. Lisäksi yhtiö on tarjoaa asiakkailleen back-office -palveluita. DiFS-tuotealue työllistää vajaa 100 henkilöä. Yhtiöllä on vahva markkina-asema erityisesti eläkevakuuttamisessa ja varainhoidossa pienissä ja keskiuurissa asiakkaissa.

Digian oma DiFS-tuoteperhe sisältää ratkaisut muun muassa rahastoyhtiöiden, sijoituspalveluyritysten, varainhoitajien, arvopaperivälittäjien, omia salkkujaan hallinnoivien instituutioiden ja pankkien tarpeisiin. Tuotetta kehitetään jatkuvasti, mutta pääasiassa asiakastarpeiden mukaan.

Back office -palvelut liittyvät rahastojen hallintointiin, arvonlaskentaan ja arvopaperisalkkujen ylläpitoon. Back office -palvelu on jatkuvaa palvelua, missä yhtiö hyödyntää myös omia järjestelmiään. Digia näkee, että palvelua voidaan skaalata edelleen, minkä takia sille haetaan kasvua erityisesti pienistä ja keskiuurista back office -toiminnoista.

## Tuoteliiketoimintojen ja jatkuvien palveluiden rooli liiketoiminnassa

Digian liiketoimintamallin yhtenä vahvuutena on jatkuvien palveluiden suhteellisen suuri osuus (noin puolet). Projektiliiketoiminta on kuitenkin vetänyt yhtiön kasvua viimeisen parin vuoden aikana. Yhtiön projektiliiketoiminta kasvoi viime vuonna 31 % 51 MEUR:oon ja oli 52 % yhtiön

liikevaihdosta. Palvelu- ja ylläpitoliiketoiminnan liikevaihto taas laski 4 % 46 MEUR:oon. Näkemyksemme mukaan on luonnollista, että projektiliiketoiminta vetää yhtiön kasvua ja sen suhteellinen osuus kasvaa. Samalla myös jatkuvien palveluiden absoluuttinen kehityksen pitäisi kuitenkin olla samansuuntaista ja seurata projektiliiketoiminnan kasvua. Arvioimme jatkuvien palveluiden kannattavuuden olevan parempaa pitkässä juoksussa.

Tuoteliiketoiminnan osuus Digian liikevaihdosta oli noin 25 % (24 MEUR) vuonna 2017. Viimeisen kolmen vuoden aikana tuoteliiketoiminnan absoluuttinen taso on pysynyt melko vakaana (23-26 MEUR). Arviomme mukaan DiFS- ja Enterprise-tuotteet ovat kasvunäkymiltään yhtiölle melko vakaita tuotteita ja Digian kannattavuuteen niillä pitäisi olla selkeästi positiivinen vaikutus.

# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 5/5

## Palvelualueiden pääkilpailijat

Digian päämarkkina on tällä hetkellä Suomessa. Digialla on historiallisesti ollut myös enemmän kansainväistä liiketoimintaa, mutta ainoastaan pientä lähinnä finanssitoimialaan liittyvää toimintaa on enää jäljellä Ruotsissa. Yhtiöllä ei myöskään ole suurempia tavoitteita kansainväliselle laajentumiselle.

Digian keskeisiä kilpailijoita ovat:

- Suuret IT-generalistit (kuten Accenture, Tieto, CGI) ovat yhtiölle relevantteja kilpailijoita käytännössä kaikilla palvelualueilla.
- Toiminnanohjauksessa yhtiön keskeisiä kilpailijoita Suomessa ovat CGI, eCraft, Soltec ja Evry.
- Digitaalisten palveluiden kehityksessä kilpailukenttä on hyvin pirstaleinen ja toimijoita ovat esimerkiksi Vincit ja Reaktor.
- Enterprise-tuotteen kilpailijoita ovat ruotsalainen IFS, osin suuremmat ERP:t (Oracle, SAP) sekä pienemmät valmisohjelmistot (Visman tuotteet).
- Kokonaisratkaisujen kyvykkyyden tasolla moni pienempi toimija markkinalla on kehittämässä tarjoomaansa Digian kanssa samaan suuntaan ja kilpailukentän evoluutio on nopeaa. Nykyisellään Digian tarjooma ylätasolla muistuttaa jonkin verran esimerkiksi Siiliä, mutta käsityksemme mukaan yhtiöt eivät juurikaan kohtaa kilpailussa.

## Vahvuudet ja heikkoudet

Digian vahvuuksia näkemyksemme mukaan ovat:

- Vahva ja etabloitunut markkina-asema ja asiakaskunta päämarkkinalla Suomessa erityisesti toiminnanohjauksessa
- Kyky toimittaa uskottavasti myös laajoja kokonaisuuksia
- Integraation, toiminnanohjauksen ja verkkokaupparatkaisujen osaaminen
- Osaaminen tietyillä toimialoilla (kauppa, finanssi, valmistava teollisuus, logistiikka ja julkishallinto)
- Omat teknologiat ja osaaminen tietyissä teknologioissa (kuten Microsoft Dynamics ja Magento)
- Jatkuvien palveluiden osuus ja syvät asiakassuhteet liiketoimintakriittisissä järjestelmissä

Yhtiön keskeisiä heikkouksia ja riskejä mielestämme ovat:

- Projektipohjainen liiketoimintamalli ja altistuminen kannattavuutta herkästi heikentäville projektiylityksille
- Yhtiön tarjooma on vielä rakennusvaiheessa eikä täysin yhtenäinen
- Organisaatiomallin ja kulttuurin sovittaminen markkinan muuttuneisiin tarpeisiin on vielä kesken
- Yhtiö on imagoiltaan profiloitunut vahvasti liiketoiminnan taustajärjestelmiin (back-end),

kun markkinan kysyntä on ollut vahvasti asiakas- ja liiketoimintälähtöisessä ohjelmistokehityksessä (front-end)

- Yhtiön tuoteliiketoiminta vaikuttaa elinvoimaiselta, mutta sen hiipuminen voisi vaikuttaa tulokseen olennaisesti
- Muita riskejä ovat yrityskauppojen integroimisen onnistuminen ja kilpailukyky osaajakilpailussa pienempiä toimijoita vastaan
- Sektorilla on myös nähtävissä kiristyvää osaajakilpailua sekä hintapainetta, minkä osalta Digian kyky viedä kulupaine asiakkaille on epävarma

# Sijoitusprofiili

## Sijoitusprofiili

### Alisuorittajan lokerosta ulos

Sijoittajille Digia profiloituu vielä IT-markkinan murrosyhtiöksi, joka on käynyt läpi suuria muutoksia ja saanut nyt jälleen koottua pakkansa uudestaan kasaan ja on siten valmis lähtemään seuraavaksi kannattavan kasvun polulle. Tässä onnistuminen on yhtiöltä kuitenkin vielä kokonaan todistamatta sijoittajille. Yhtiön kasvu on kääntynyt hyvälle tasolle, mutta kannattavuuden osalta yhtiöllä ei ole vielä näyttöjä yhdeltäkään kvartaalilta. Tämä heijastuu selkeästi osakkeen hinnoitteluun ja markkinoiden luottamukseen, minkä takia Digiaa hinnoitellaan markkinan alisuorittajien joukkoon. Tilanne on sijoittajan näkökulmasta siinä mielessä kiinnostava, ettei nykyinen osakekurssi käytännössä hinnoitele yhtiölle edes välttävää onnistumista sen strategiassa. Digia on yhtiön heikon tuloskehityksen myötä myös osakkeena selkeästi tällä hetkellä katveessa markkinan sädekehän kohdistuessa kasvulta ja kannattavuudeltaan huomattavasti vahvempiin yhtiöihin sektorilla (Siili, Gofore, Vincer, Nixu). Luottamusta ja uskottavuutta sijoittajien suuntaan lähdetään hakemaan melko pohjatasoilta, mikä on uuden omistajan näkökulmasta hyvä asia.

### Digia mielletään hitaan kasvun alueille asemoituvaksi toimijaksi

Vaikka IT-markkinat ovat hyvässä kasvussa, Digia ei tällä hetkellä profiloitu markkinalla digipalveluiden kehittäjien ”kuumaan” kategoriaan. Nykyisten markkinatrendien myötä Digian perinteiset vahvuudet (toiminnanohjaus ja integraatio) saattavat kuitenkin arviomme

mukaan lähivuosina nousta korkeampaan arvostukseen. Yhtiö on myös viimeisen parin vuoden aikana vahvistanut digitaalista palveluntarjontaansa useammalla yrityskaupalla ja saanut näin levenettyä tarjoomansa alkupäätä. Näin ollen yhtiöllä pitäisi nyt olla parempi asema kokonaisratkaisujen toimittajana. Mikäli yhtiö onnistuu nostamaan profiiliaan todistamalla kokonaistarjooman kilpailuedun liikevaihdon kasvulla ja kannattavuudellaan, tulevat sijoittajat hyväksymään yhtiölle korkeamman arvostustason. Nyt osaketta hinnoitellaan matalalle todennäköisesti osin siksi, että Digia mielletään markkinan vanhoille, hiipuville alueille asemoituvaksi toimijaksi.

### Kannattavuusparannus osakkeen ajurina

Digia tavoittelee lähivuosina voimakasta 15 %:n kasvua organisaation ja yritysostojen kautta. Strategia on kasvuhakuinen, mutta yhtiön arvonluonti tällä hetkellä tulee mielestämme selkeästi kannattavuudesta. Arviomme mukaan yhtiöllä on hyvät edellytykset parantaa tulosta selvästi tänä vuonna, koska vuosi 2017 jäi poikkeuksellisen heikoksi osin yksittäisistä projektiilyityksistä johtuen. Emme kuitenkaan pidä todennäköisenä, että yhtiö onnistuisi vielä 1-2 vuoden tähtäimellä nostamaan kannattavuuttaan sektorin tasolle noin 10 %:n EBIT-marginaaliin. Osakkeen nousupotentiaaliin riittää kuitenkin ennusteemme mukainen 6-7 %:n kannattavuus. Digian arvonmuodostus tulee pitkällä aikavälillä näkemyksemme mukaan koostumaan yhtiön kyvystä saada yrityskaupat ja aikaisempi portfolionäkökulma kilpailukykyiseksi kokonaisuudeksi. Tällöin odotamme synergioiden alkavan realisoitua vahvemmin ja näkyvän niin vahvempana kasvuna kuin myös sektorin kontekstissa vertailun kestäväenä

kannattavuutena.

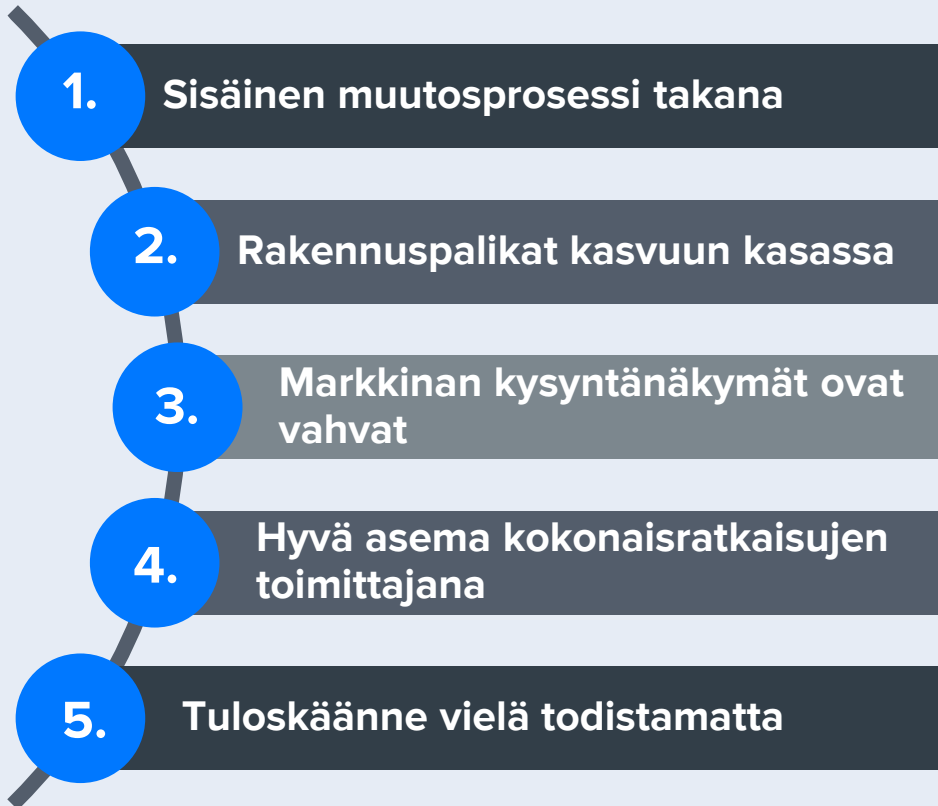
Arvostusmielessä vertaamme Digiaa tällä hetkellä lähinnä sektorin muihin transformaatiota läpikäyneisiin yhtiöihin ja tuloksellisiin alisuorittajiin kuten Innofactoriin ja Solteqtiin. Näissä kaikissa yhtiöissä on selkeää nousupotentiaalia, mikäli ne onnistuvat kannattavuusparannuksissaan. Markkinoiden luottamus näitä yhtiöitä kohtaan on kuitenkin heikko johtuen niiden tuloskehityksen epävakauudesta ja heikkoudesta. Pidämme Digiaa pitkällä aikavälillä myös hyvin potentiaalisena yritysostokohteena IT-markkinan konsolidaation jatkuessa.

### Riskit

Keskeiset riskit Digian osakkeen kannalta ovat yhtiön kannattavuutta rasittaneiden projektiilyitysten jatkuminen, yhtiön (oletettavasti hyvin kannattavien) tuoteliiketoimintojen liikevaihdon lasku, yhtiön onnistuminen rekrytointikilpailussa sekä yrityskauppoissa. Yhtiön tuoteliiketoiminta on todennäköisesti hyvin kannattavaa, joten nykyinen heikko kannattavuus voi kieliä selkeistä kannattavuushaasteista palveluliiketoiminnassa. Lisäksi näemme pitkän aikavälin riskin, että yhtiö asemoituu markkinalla väliinpuotoajaksi suurten generalistien ja pienten ketterien toimijoiden väliin, eikä onnistu löytämään tässä keskimarkkinassa itselleen kestäväää kilpailuetua. Muistutamme myös, että yhtiön tuloskäänne on vielä todistamatta, vaikka tämän vuoden ohjeistus ennakoikin jo selvästi vuotta 2017 parempaa tulosta.

Digian osakkeen nykyinen arvostus tarjoaa arviomme mukaan melko hyvin turvamarginaalia pettymysten varalle, sillä markkinat eivät odota yhtiöltä paljoa.

# Sijoitusprofiili



## Potentiaali

- Vahvasti kasvavat markkinat
- Markkinatrendit kääntymässä Digian tarjoamalle suotuisammiksi
- Kannattavuudessa merkittävästi parannuspotentiaalia
- Tuoteliiketoiminta tuo skaalautuvuutta

## Riskit

- Projektiriskit ja asiakkaiden neuvotteluvoima
- Tuoteliiketoimintojen epäonnistuminen
- Asemoituminen väliinputoajaksi suurten ja pienten toimijoiden väliin
- Kireä rekrytointikilpailu
- Yrityskaupat

# IT-palvelumarkkinat 1/5

## Markkinan koko ja kasvu

### Markkinan koko ja määritelmä

Suomen ICT-kokonaismarkkinan koko on Gartnerin (Marketvisio) arvion mukaan noin 6,9 miljardia euroa (sisältäen laitemyynnin), mistä IT-palvelumarkkinan koko on noin puolet. Pohjoismaiden (Ruotsi, Norja, Suomi, Tanska) IT-palvelumarkkinan koko on noin 14 miljardia euroa ja Suomen osuus tästä noin viidennes (IDC).

IT-palvelumarkkinan perinteiseen määritelmään kuuluvia osa-alueita ovat esimerkiksi IT-konsultointi, integrointi- ja käyttöönottopalvelut, ohjelmistojen ylläpito- ja tukipalvelut, IT-infrastruktuuripalvelut sekä sovellusten hallinta. IT-palvelumarkkinan ja sen euromääräisen koon määritelmä on mielestämme kuitenkin hämärtymässä, sillä IT-yhtiöiden toimintakenttä risteää digitalisaatiokehityksen myötä yhä vahvemmin uusien rinnakkaismarkkinoiden kanssa, joita ei ole perinteisesti katsottu kuuluvan IT-markkinoihin (sivu 18). Näitä ovat esimerkiksi strateginen konsultointi, design, markkinointi ja palvelumuotoilu. Digian näkökulmasta IT-markkinan sisäinen murros ja Digian asemoituminen tähän murrokseen on vähintään yhtä keskeinen ajuri kuin itse markkinan kasvu.

### IT-markkinaa ajaa nyt kaksi piristysruisketta

Suomessa IT-palvelumarkkina käytännössä polki paikallaan tai kasvu oli hyvin nihkeää läpi vuodet 2010-2015 heikon taloustilanteen takia. Kasvu oli tänä aikana nollan tuntumassa tai hieman sen yläpuolella sektorilla seuraamiemme yhtiöiden markkinakommenttien perusteella. Markkinassa nähtiin kuitenkin vuoden 2016 aikana selkeä piristyminen, joka on kiihtynyt jatkuvasti. Taustalla on kaksi piristysruisketta: Suomen talouden

piristyminen sekä asiakasorganisaatioiden herääminen digitalisaatioon. Käytännössä digitalisaation osalta organisaatioissa ollaan siirtymässä nyt kiihtyvällä tahdilla puheista tekoihin. IT-palveluyhtiöiden asiakkaat ovat alkaneet ymmärtää, mitä digitalisaatio ja digitransformaatio tarkoittaa heidän liiketoiminnalle ja mitä investointeja heidän tulee sen eteen tehdä. Tämä on markkinan kasvua ajava trendi, joka tulee näkemyksemme mukaan kiihtymään lähivuosina eksponentiaalisesti kehittyvän teknologian ajamana.

Digian kasvu on ollut 2010-luvulla vaatimatonta. Taustalla on ollut yhtiön transformaatio (Nokia-kriisi) sekä Digian asemoituminen IT-palvelumarkkinan perinteisille, hitaammin kasvaville palvelualueille (taustajärjestelmät). Nyt yhtiö on täydentänyt osaamisportfoliotaan uusilla kasvavilla palvelualueilla ja taustajärjestelmissä kysyntäajurit ovat piristyneet, mikä on näkynyt Digian kasvun selkeänä piristymisenä.

### Markkinan kasvunäkymät ovat hyvät

IT-palvelumarkkinan kasvunäkymät ovat Suomessa ja Pohjoismaissa paremmat kuin vuosiin. Markkinatutkimusyhtiö Gartnerin (Marketvisio) ennusteen mukaan vuonna 2017 IT-kokonaismarkkinat kasvoivat Suomessa 3,1 prosenttia (IT-palvelut 4,9 %) ja kasvu kiihtyi edellisvuodesta. Gartner ennustaa Suomen IT-kokonaismarkkinan kasvun kiihtyvän 3,5 %:iin vuonna 2018. Lähivuosina markkinan kasvun arvioidaan olevan 2-4 %:n tasolla.

IT-palvelumarkkinalla on arviomme mukaan hyvät edellytykset kiihdyttää kasvua lähivuosina. Digitalisaation IT-markkinalle antamasta piristysruiskeesta on nähty vasta ensimmäiset merkit ja tämä trendi tulee tukemaan markkinaa yleisestä suhdannetilanteesta riippumatta. Tällä hetkellä

myös suotuisa taloustilanne antaa markkinalle lisävauhtia, minkä takia markkinatilanne on nyt erittäin suotuisa. Siten markkinan kysyntä-fundamentit ovat mielestämme vakaalla pohjalla vielä vuosiksi eteenpäin. Markkinan kannalta suurimmat uhkatekijät ovat osaajien saatavuus sekä taantuma, sillä asiakkaiden on helppo jarruttaa investointeja tarvittaessa nopeastikin.

### Kilpailu käydään osaajista

IT-markkinan suotuisasta kysyntätilanteesta johtuen viimeisen vuoden aikana markkinan kilpailu on kääntynyt yhä voimakkaammin asiakkaista osaajiin erityisesti ohjelmistokehityksessä. Sektorin yhtiöiden kanssa käymiemme keskustelujen perusteella yritykset joutuvat myymään tietyillä osaamisalueilla ”ei-oota” tai niiden kasvua olennaisesti rajoittaa osaajien saatavuus. Pahimmillaan jotkin toimijat ovat kommentoineet osaajakilpailun saaneen jo epäterveitä piirteitä. Tuntuu palkkainflaatiota sektorilla ei ole kuitenkaan ollut vielä havaittavissa. Arviomme mukaan nykyisessä hyvässä kysyntätilanteessa kustannusinflaatiota on saatu myös vietyä eteenpäin hintoihin. Isossa kuvassa IT-osaamisen arvostuksen nousu on koko toimialalle positiivinen asia, vaikka lyhyellä tähtäimellä verinen osaajakilpailu voi aiheuttaa markkinalle häiriöitä.

Osaajakilpailu on edelleen korostanut kulttuuria ja rekrytointiosaamista yritysten kilpailutekijänä. Voittajia tässä trendissä ovat olleet selkeästi pienet ja ketterät toimijat, jotka usein erottuvat kulttuurilla ja erilaisella organisaatiomallilla. Näitä toimijoita ovat erilaisten työnantajavertailujen (mm. GPTW, Academic Work) perusteella olleet esimerkiksi Vincit, Reaktor, Futurice, Solita ja Gofore.



# IT-palvelumarkkinat 2/5

Osaajakilpailu näkyy konkreettisesti sektorin yhtiöiden näkyvinä rekrytointikampanjoina ja -tempauksina. Monet toimijat ovat laajentaneet toimintaansa myös uusiin kaupunkeihin päästäkseen kiinni uusiin rekrytointimarkkinoihin. IT-yhtiöiden asiakkaat ovat myös havainneet, että digitalisaatio on jatkuva prosessi, jota ei voi hankkia vain projektina IT-toimittajalta. Tämän takia myös teollisuus on aktivoitunut kilpailemaan yhä enemmän samoista osaajista.

Suurten generalistien (kuten Tieto ja CGI) sekä Nokian laajojen irtisanomisten myötä tarjonta IT-osaajista Suomessa on ollut 2010-luvulla kohtalaisen hyvää, mikä on tasoittanut osaajapulaa ja hillinnyt palkkainflaatiota. Toimialan nopean rakennemuutoksen takia IT-osaajien tarjonta osaamisalueiden puolesta ei kuitenkaan arviomme mukaan ole vastannut markkinan kysynnän tarpeisiin ja useilla kasvavilla alueilla osaajien saatavuus on ollut heikkoa. Digitalisaation myötä tarve vanhasta teknologiakeskeisestä insinööriosajaasta on siirtynyt osaajiin ja IT-yrityksiin, jotka osaavat yhdistää teknologian lisäksi luovuuden ja liiketoimintaymmärryksen. Tämä on IT-palveluyrityksille erittäin vaikea kyvykkyys rakentaa, sillä niiden insinöörikeskeinen kulttuuri ei usein taivu tähän tarpeeseen. Tämä on jälleen luonut tilaa uusille, pienemmille ja ketterille toimijoille kasvaa ja houkutella parhaita osaajia. Samaan aikaan monet suuret IT-palveluyhtiöt ovat nähneet irtisanomiset tehokkaampana keinona verrattuna henkilöstön uudelleen kouluttamiseen, mikä on vaurioittanut niiden työnantajakuva ja kulttuuria. Digia on panostanut henkilöstön koulutukseen ja yhtiössä ei ole ollut mittavia tehostamiskierroksia Nokia-kriisin jälkeen, mikä on mielestämme osoittautunut järkeväksi ja pitkäjänteiseksi lähestymistavaksi.

## IT-investointien muuttuva luonne ohjaa nyt markkinaa

Jatkuvasti voimistuva digitalisaatiomurros on näkemyksemme mukaan käynnistänyt IT-markkinalla uuden aikakauden, mistä on jo näkyviä merkkejä. Ennen murroksen käynnistymistä asiakasorganisaatioiden kysyntä IT-markkinalla painottui hyvin vahvasti liiketoiminnan ja prosessien tehokkuutta parantaviin sekä kustannussäästöjä tuoviin IT-ratkaisuihin. Luonnollisesti IT-palveluyritysten palvelutarjooma painottui ja rakentui tällä aikakaudella näiden ratkaisujen ympärille.

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

Markkinan murros on luonut voimakkaan kasvumahdollisuuden monille uusille toimijoille (kuten Futurice, Reaktor, Gofore, Vincer), jotka ovat profiloituneet tarjoomaltaan digipalveluiden kehittäjiksi, joilla on myös digitaalisen liiketoiminnan ymmärrystä. Uusia merkittävän kokoluokan saavuttaneita ja kasvavia, muutama vuosi sitten monille vielä täysin tuntemattomia

nimiä on alkanut ilmestyä markkinalle kiihtyvällä tahdilla. Samalla perinteiset toimijat ovat olleet hitaita mukauttamaan tarjontaansa ja kulttuuriaan vastaamaan paremmin markkinan muuttuvaa ostokäyttäytymistä ja palvelualueiden kysyntää. Käytännössä kaikki toimijat ovat reagoineet muutoksen hankkimalla uusia osaamisalueita usein reaktiivisesti yritysostoin, mikä on kiihdyttänyt samalla markkinan konsolidaatiota.

Viime vuosina selkeä trendi markkinalla on ollut IT-talojen pyrkimys päästä kiinni asiakkuuksiin jo digitalisaatiohankkeiden suunnitteluvaiheessa (digikonsultointi, palvelumuotoilu ja design), sillä yhden suunnittelutyötunnin myynti on tarkoittanut moninkertaista määrää ohjelmistokehitystuntien myyntiä. Tämä on näkynyt markkinalla lukuisina yrityskauppoina. Nyt uusin suuntaus on selkeästi kehityksessä elinkaariajatteluun, sillä monet uudet toimijat pyrkivät nyt rakentamaan myös kyvykkyuden tarjota ohjelmistoylläpitoa itse toteutuksen jälkeen. Näemmekin Suomen IT-palvelumarkkinan kehittyvän nyt yhä voimakkaammin suuntaan, jossa perinteisten ja uusien toimijoiden tiet ovat selkeästi risteämässä, jolloin jatkossa raja näiden toimijoiden välillä ei ole enää niin mustavalkoinen. Taustalla on sekä perinteisten että uusien toimijoiden pyrkimys rakentaa laajempien kokonaisratkaisujen toimituskyvykkyys läpi asiakkaan elinkaaren, kun asiakasorganisaatiot siirtyvät uusien digipalveluiden kokeilusta ja suunnittelusta vaiheeseen, jossa uudet ratkaisut pitää integroida laajamittaisesti koko yrityksen prosesseihin sekä järjestelmiin ja niille tarvitaan myös ylläpito. Pienten ohjelmistokehittäjäalojen osaaminen ja tarjonta ei tällöin yksinään ulotu riittävän syvälle asiakkaan IT-järjestelmiin ja prosesseihin. Digian vahvuuksien kannalta tämä kehitysuunta olisi positiivinen. Tämä kehitys todennäköisesti myös kiihdyttää markkinan konsolidaatiota.



# IT-palvelumarkkinat 3/5

IT-palvelumarkkina on käynyt kuvatun murroksen myötä läpi merkittävän muutoksen viimeisen 10 vuoden aikana. Seuraavan kymmenen vuoden aikana markkinan muutosnopeus tulee kiihtymään entisestään ja teknologian kompleksisuuden sekä nopean kehityksen takia markkinamuutosten ennustamisesta tulee yhtiöille entistä vaikeampaa. Siten mielestämme sektorin yhtiöiden reagointi- ja muutoskyky tulee kilpailuetuna korostumaan, mikä voi vastaavasti olla yksi sektorin perinteisten toimijoiden selkeä heikkous.

## Suomesta ponnistetaan ulkomaille

Viime vuosien uutena trendinä suomalaisilla IT-yhtiöillä on ollut niiden pyrkimys kansainvälistyä, minkä perusteella suomalainen ohjelmistokehityksen osaaminen näyttäisi nyt olevan kansainvälisestikin kilpailukykyistä. Esimerkiksi lukuisat pienet suomalaiset IT-palveluyhtiöt (kuten Idean, Nixu, Siili, Reaktor ja Vincit) ovat laajentaneet toimintaansa Yhdysvaltojen markkinoille, missä kuvaamamme digitalisaatiobuumi on Suomen markkinaa edellä. Yhdysvaltojen markkinan vahva kysyntä sekä IT-talojen ja internet-jättien kilpailu parhaista osaajista ovat nostaneet paikallisten IT-osaajien palkkoja. Hyvä kysyntänäkymä sekä korkeat IT-konsulttien tuntihinnat ovat vastaavasti houkuttelleet markkinalle nyt eurooppalaisia toimijoita, jotka pyrkivät palvelemaan markkinaa osin edullisemmilla eurooppalaisilla resursseilla. Uusilta kansainvälisiltä markkinoilta haetaan kotimarkkinaa vauhdikkaampaa kasvua sekä parempaa tuntumaa IT-markkinan ja teknologian trendeihin. Digian strategia on kansainvälistyä vain yhtiön asiakkaiden mukana ja yhtiö hakee kilpailuetua vahvasta kotimarkkinafokuksesta.

## Suotuisan syklin ei pidä antaa sokaista

IT-markkinan sykli on nyt suotuisa, mikä on mahdollistanut monien toimijoiden voimakkaan

kasvun ja erinomaisen kannattavuuden. Suotuisa sykli kantaa nykyisen näkymän perusteella vielä vuosia. Sektorin yritysten todellinen kilpailukyky ja niiden liiketoimintamallien kestävyys mitataan kuitenkin vasta markkinan kysyntätilanteen heikentyessä. Taantumaskenaariossa asiakkaiden on helppo laittaa investointeja jäihin niiltä osin, kun järjestelmät eivät ole liiketoimintakriittisiä. Vaikka näkymät ovat nyt erinomaiset, eikä tummia pilviä ole näköpiirissä, on sijoittajien siis hyvä pitää jalat maassa.

## Markkinatrendit

### Trendit organisaatioiden IT-ostamisessa

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

- Suuria, monivuotisia erp-implemентаatioita (SAP, Oracle, IBM) ei enää tehdä ja tämä markkina hiipuu, koska nämä investoinnit on jo tehty. Vakiintuneet toiminnanohjausjärjestelmät eivät poistu asiakkailta, mutta ne jäävät ylläpitotilaaan olemassa olevien IT-toimittajien hoitoon ja niitä viedään pilveen. Investoinnit kohdistuvat vakiintuneiden järjestelmien päälle rajapintaratkaisujen avulla rakennettaviin järjestelmiin ja palveluihin. Toiminnanohjausjärjestelmien modernisointiin investoidaan, jotta ne eivät olisi pullonkaulana digitalisaatiohankkeille. Kysyntää siis riittää, mutta markkinan luonne muuttuu. Häviäjiä ovat olleet suurista projekteista riippuvat generalistit. Hyötyjiä ovat usein pienemmät toimijat, joilla on integraatio-osaamista.
- IT:n hankkiminen suurina projekteina vähenee ja siirtyy kohti pienempiä, iteroivia prosesseja sekä jatkuvaa kehitystä. Häviäjiä ovat jäykät ja

hidasliikkeiset projektiorganisaatiot. Hyötyjiä ovat toimijat, joilla on osaamista ketterään ohjelmistotuotantoon (DevOps, automaatio), kyky hallita kokonaisvaltaisesti useiden eri toimittajien palveluita sekä kyvykkyydet jatkuvien palveluiden tuottamiseen.

- Liiketoimintalähtöisen ostamisen yleistyessä IT-yhtiöt etsivät uusia arvontuottoon pohjautuvia, skaalautuvampia hinnoittelumalleja yhdessä asiakkaiden kanssa. Uusissa malleissa ansainta voi pohjautua perinteisen lisenssi- tai projektitulon sijaan esimerkiksi asiakkaalle tuotetun arvon jakamiseen. Hyötyjiä ovat ne, jotka onnistuvat irrottamaan 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 palveleet toimijat. Hyötyjiä ovat uusien digitaalisten palveluiden kehittäjät, joilla on teknistä osaamista, taustajärjestelmien osaamista sekä liiketoimintaymmärrystä.
- IT-budjettien omistus asiakkailta hämärtyy ja siirtyy CIO-roolista yhä enemmän liiketoimintajohtajien ja markkinoinnin rooliin. Häviäjiä ovat insinöörikeskeiset talot. Hyötyjiä ovat asiakkaan liiketoimintaa ja toimialaa ymmärtävät toimijat. Nämä toimijat pyrkivät tyypillisesti asemoimaan itsensä IT-palveluyhtiön sijaan ns. ”digital transformation” -asiantuntijaksi (esimerkkinä Futurice).

# IT-palvelumarkkinat 4/5

- Käyttäjakeskeisyyden nousu jatkuu. Nousevia alueita ovat esimerkiksi digitaalinen palvelumuotoilu, design ja käyttäjäkokemus, VR ja AR sekä puhetunnistus. Osaaminen näillä alueilla nousee tärkeämmäksi kilpailutekijäksi IT-toimittajaa valitessa. Häviäjiä ovat lähes kaikki vakiintuneet IT-palvelutalot, sillä ne joutuvat investoimaan tälle alueelle tai hankkimaan osaamista talon ulkopuolelta nykyisen puutteellisen osaamisen takia. Hyötyjiä ovat pienet luovat, design-keskeiset toimijat.
- Kaikki asiakkaiden IT-toiminnot, mitä voidaan viedä pilveen, tullaan myös viemään pilveen sen hyötyjen takia. Hyötyjiä ovat ne, joilla on vahvaa omaa osaamista pilviteknologioissa. Häviäjiä ovat perinteisen paikallisen IT-infrastruktuurin toimittajat.
- Perinteinen ohjelmistolisenssien jälleenynti siirtyy pilveen ja ohjelmistojen jälleenyntien lisenssikomissiot ovat kutistuneet viime vuosina. Häviäjiä ovat lisenssien jälleenyntistä vahvasti riippuvaiset toimijat. Hyötyjiä ovat pitkässä juoksussa asiakkaat.
- Asiakkaiden organisaatioiden siiloutuminen tulee olemaan IT-yhtiöiden myynnin haasteena. IT:n ostajana on tietohallinnon ohella yhä useammin markkinointi tai tuotekehitys, mutta digitaalisen liiketoiminnan rakentaminen vaatii näiden alueiden yhteispeliä ja kykyä hallita kokonaisuutta. Voittajia ovat kokonaisuuksia hallitsevat toimijat, jotka osaavat puhutella myös asiakkaan liiketoimintajohtoa ja markkinointia.
- Data ja analytiikka on nousemassa jälleen yhdeksi markkinan kuumimmista trendeistä.

Datasta on tulossa yhä useammalla toimialalla strateginen kilpailutekijä. Ennakoivan analytiikan ja tekoälyn avulla tehdään päätöksiä tuotteisiin ja liiketoimintaan liittyen. Haasteena asiakkailta on yhdistää data siiloutuneesta tietohallinnosta läpi koko organisaation myös markkinointiin ja liiketoimintajohtoon. Voittajia ovat IT-yhtiöt, joilla on yhdistettynä analytiikan, koneoppimisen ja liiketoiminnan ymmärrystä.

- Halvimpien offshore-resurssien merkitys kilpailutekijänä heikentyy edelleen, sillä uusia digitaalisia palveluita on vaikea toteuttaa luotettavasti, riittävän nopeasti ja kustannustehokkaasti toisella mantereella sijaitsevilla offshore-resurssilla. Ohjelmistorobotiikka heikentää edulliseen työvoimaan pohjautuvaa kilpailuetua entisestään. Nämä trendit palauttavat IT-osaamisen kustannuskilpailuetua Aasiasta Eurooppaan. Häviäjiä ovat toimijat, joiden kilpailuetu on perustunut puhtaasti offshore-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.

## Trendit asiakastoimialoilla

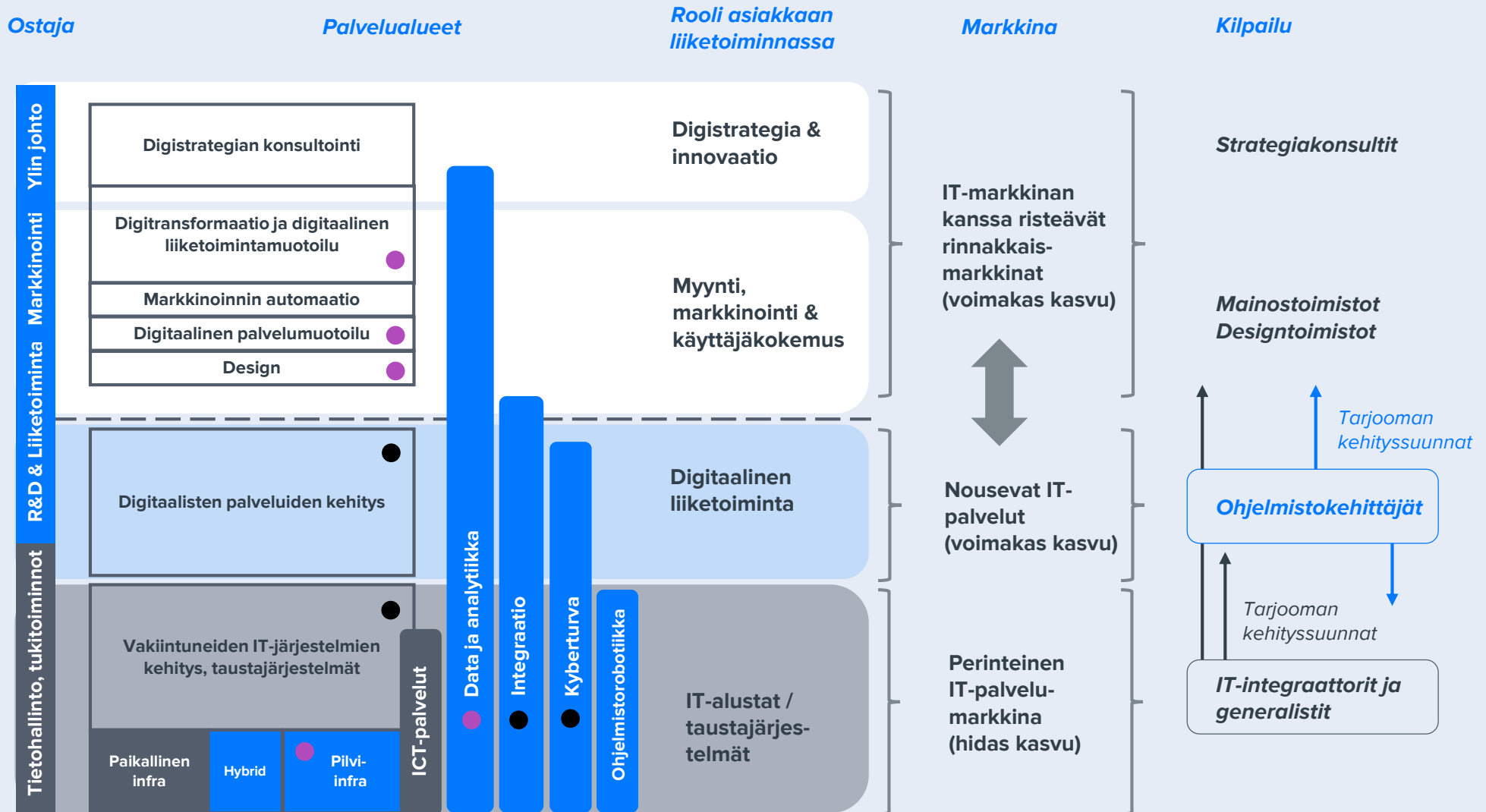
Digitalisaatiomurros koskee kaikkia toimialoja, ravisuttelee toimialojen kilpailutasapainoa ja rikkoo toimialojen välisiä raja-aitoja. Näkemyksemme keskeisistä trendeistä eri asiakastoimialoilla ovat seuraavat:

- Julkisella sektorilla tehokkuutta ja kansalaisille parempaa palvelua haetaan palveluiden sähköistämällä ja tehokkaammalla tiedon hyödyntämällä. Lisäksi julkisten palveluiden organisaatioiden keskittäminen ja hallinnon uudistukset kasvattavat tarvetta IT-järjestelmien keskittämiseksi ja niiden väliselle integraatiolle. Viime vuosina julkishallinnon sähköisissä palveluissa Suomessa yhdeksi uudeksi kärkinimeksi on noussut nopeasti kasvanut Solita.
- Kaupan alalla digitalisaatiomurros on yllättänyt Suomessa monet konservatiiviset toimijat housut kintuissa. Kaupan ala joutuu kasvattamaan merkittävästi investointejaan digitaalisiin kanaviin pystyäkseen vastaamaan uuteen kilpailuun. Tämä on Digialle tärkeä kasvuajuri.
- Finanssisektorilla vakiintuneiden toimijoiden riskinä on niiden heikko kyky innovoida uutta uusien fintech-toimijoiden luodessa uutta kilpailupainetta. Investoinnit uusiin, käyttäjälähtöisiin digitaalisiin palveluihin lisääntyvät. Lisäksi finanssisektori on etulinjassa automatisoimassa back-office -toimintojaan ohjelmistorobotiikalla.
- Teollisuus ja palveluala panostavat nykyisiä tuotteita tai palveluita parantaviin digitaalisiin palveluihin ja kokonaan uusiin digitaalisiin palveluihin. Lisäksi teollisuudessa uusia pitkän tähtäimen kasvumahdollisuuksia etsitään IoT-sovelluksista.

# IT-palvelumarkkinan jakautuminen

**Digian tarjonta**

- Ydinosamisalue
- Osaamisalue



# IT-palvelumarkkinat 5/5

## IT-palvelu murros jakaa markkinaa kahtia

Riippuen IT-yrityksille relevanteista markkinoista, voidaan karkeasti olettaa IT-palvelumarkkinan jakautuneen noin 20/80 % jaolla uusien digitaalisten palveluiden ja perinteisemmän tietojärjestelmäkehityksen välille. Useamman käsityksen mukaan suhdeluku muuttuu modernin arkkitehtuurin myötä ja vastaava jako vuonna 2020 on lähemmäs 50/50 %. Täysin mustavalkoista rajaa on kuitenkin mahdoton vetää.

Markkinan kahtiajaon taustalla on kuvaamamme IT-markkinan murros, jossa tietojärjestelmien kehitys on siirtymässä organisaation johtamista ja tehokkuutta sekä tiedonhallintaa palvelevista ratkaisuista kohti uusien digitaalisten palveluiden kehitystä. Näistä digitaalisista palveluista tulee organisaatioille entistä liiketoimintakriittisempiä. Organisaatioiden vakiintuneet viime vuosikymmenten aikana kehitetyt tietojärjestelmät eivät ole katoamassa, vaan ne jäävät ylläpitotilaan ja niitä on modernisoitava toimimaan alustoina uusille digitaalisille palveluille. Vakiintuneiden tietojärjestelmien jatkokehitykseen ei siten enää investoida yhtä paljon, vaan IT-investoinnit kohdistuvat uusiin toiminnallisuuksiin, joita rakennetaan rajapintaratkaisujen avulla olemassa olevien järjestelmien päälle.

Ei ole sattumaa, että viime vuosina IT-generalistien tehdessä mittavia irtisanomisia samaan aikaan monet pienet, voimakkaammin liiketoimintalähtöiset IT-talot ovat pystyneet huimaan kasvuun. Kahtiajako ”perinteisen IT:n” ja ”nousevan IT:n” välillä on mielestämme yksi keskeisiä syitä, minkä takia Suomenkin

markkinasta löytyy esimerkiksi Siilin, Vincitin, Solitan, Goforen, Reaktorin ja Futuricen kaltaisia voimakkaasti kasvavia toimijoita. Toisaalta perinteisen IT-kehityksen hiipuminen ja sen automatisoituminen selittävät osittain Tiedon ja CGI:n kaltaisten toimijoiden vaatimatonta kasvua ja mittavia irtisanomisia Suomessa. Toinen syy pienten ketterien toimijoiden menestykselle on ollut arviomme mukaan tietynlainen organisaatiomallien innovaatio. Näitä toimijoita yhdistää tyypillisesti kevyt itseohjautuviin tiimiehin perustuva organisaatiomalli, mikä on tuonut niille tehokkuutta, muutosnopeutta ja ketteryyttä sekä kilpailuetua osaajakilpailussa.

## Integraatio- ja taustajärjestelmäosaamisen arvostus tekemässä paluuta

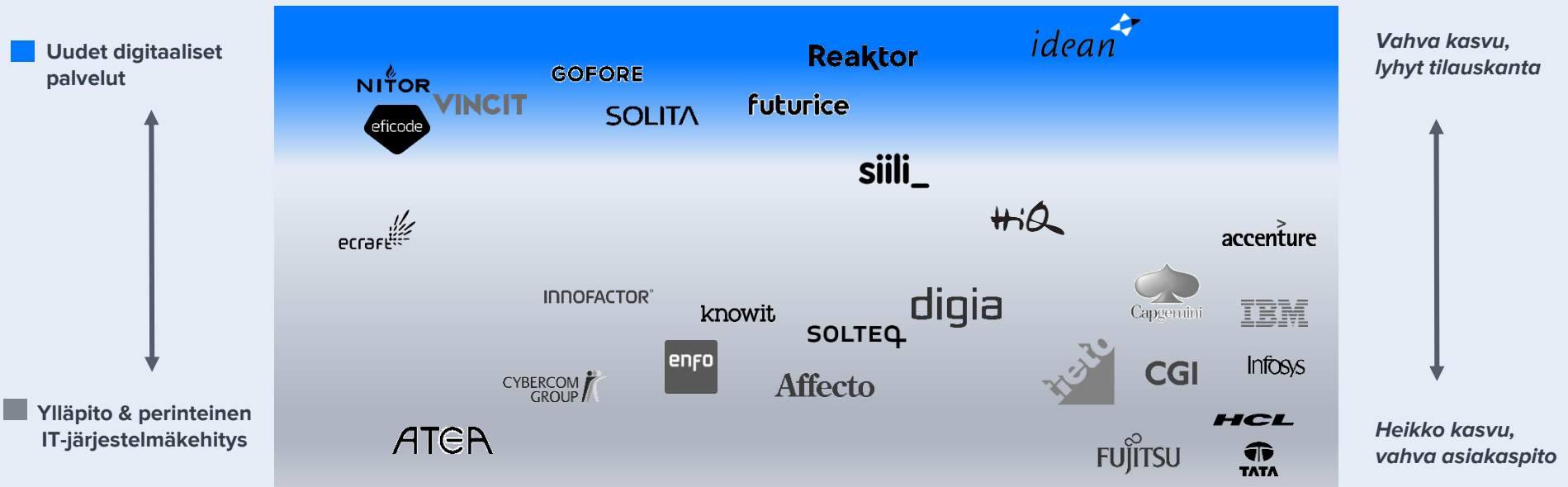
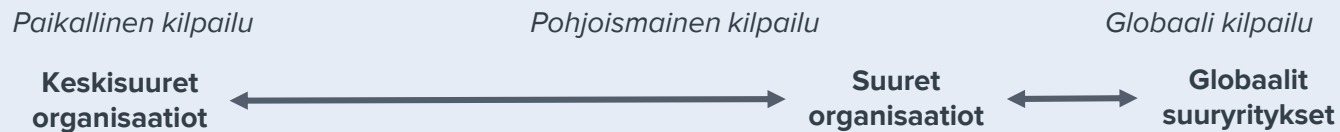
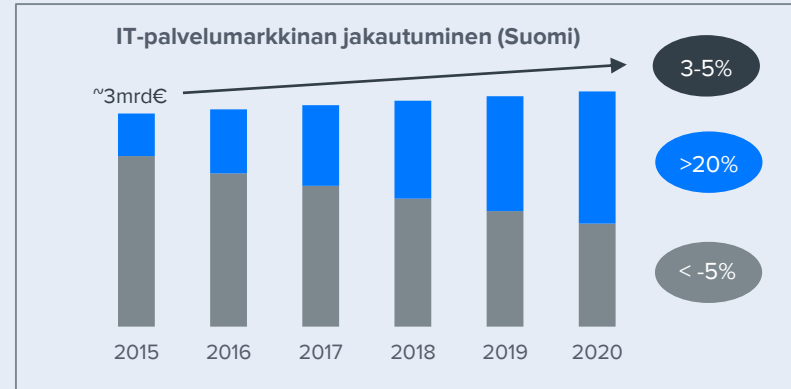
IT-markkinan kovin pöhinä on jo vuosia ollut uusien digitaalisten palveluiden kehittämisessä sekä isossa kuvassa vielä luonteeltaan kokeilevassa ohjelmistokehityksessä. Näkemyksemme mukaan markkinalla ollaan kuitenkin vähitellen siirtymässä vaiheeseen, jossa näitä uusia digitaalisia palveluita ja niihin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

Tämä kehitys tarjoaa Digian näkökulmasta

kasvumahdollisuuden ja asemoi yhtiön kiinnostavaan asemaan markkinoilla, sillä yhtiön integraatio-osaaminen (noin 100 henkilöä) lukeutuu Suomen markkinan vahvimpiin ja Digian ydin on syvällä taustajärjestelmäosaamisessa. Siten näemme mahdollisuuden, että tämän tällä hetkellä jokseenkin ”epäseksikkään” osaamisalueen arvostus tulee nousemaan lähivuosina. Samaan aikaan tällä alueella kilpailukenttä on huomattavasti vakiintuneempi, asiakassuhteet hyvin etabloituneita ja osaamisalueena nämä kyvykkyydet ovat vaikeita rakentaa, mikä tuo Digialle kilpailuetua.

# Markkinat ja arvoketju

IT-yhtiöiden asemoituminen pääasiallisen kohderyhmän ja palvelualueiden mukaan



# Kilpailu 1/2

## Kilpailu ja vertailuryhmä

### Kilpailijoina IT-generalistit ja pienet erikoistuneet toimijat

Digian kilpailijoita ovat suuret, usein kansainväliset IT-generalistit sekä pienemmät ohjelmistokehitystalot. Suomen kilpailukentässä Digia voidaan asemoida ikään kuin ”keskimarkkinan” generalistiksi, eli Digia yhdistää paljon molempien toimijoiden piirteitä ja kilpailussa yhtiön vahvuus on selkeästi keski-suurissa yrityksissä sekä tietyissä toimialoissa (kuten kauppa ja logistiikka).

Digia on löytänyt selkeästi oman paikkansa markkinassa ja yhtiön tarjooma on muotoutumassa yhtiölle vahvimpiin markkinasegmentteihin jatkuvasti paremmin sopivaksi. Yhtiön asemointi on kuitenkin kaksijakoinen ja se voidaan nähdä myös vaikeana ”väliinputoajan” paikkana suurten toimijoiden ja pienten ketterien toimijoiden välissä. Yhtiön on vaikea haastaa ketterässä digipalveluiden kehityksessä pieniä toimijoita ja toisaalta vaikea haastaa generalisteja toimituskyvykkydessä tai tarjooman kattavuudessa. Toisaalta Digian voidaan myös nähdä olevan hyvässä asemassa toimijana, jolla on kyvykkyys toimittaa laajoja kokonaisuuksia projektitoimituksesta ylläpitoon sekä pienen toimijan ketteryyttä. Tämä on asiakkaan liiketoimintakriittisen IT-toimittajan asema, johon monet tällä hetkellä enemmänkin resurssitoimittajien roolissa olevat pienet toimijat pyrkivät nyt kasvamaan.

Generalisteista esimerkkinä kilpailijoista voidaan mainita Tieto, CGI (ent. Logica) ja Accenture. Digia tai muut pienemmät toimijat eivät pysty erottumaan generalisteihin verrattuna tarjoomallaan, vaan kilpailuetu tulee ketteryydestä

ja pienemmän toimijan syvemmästä sitoutumisesta asiakkaaseen. Tämä on etuna erityisesti pienemmissä asiakaskokoluokissa, jotka eivät ole kiinnostavia suurimmille toimijoille. Esimerkiksi erp-markkinassa Digialla ja sen Enterprise-tuotteella on selkeä kilpailuetu niin sanotussa keskimarkkinassa (100-200 MEUR liikevaihdon yritykset), jossa kilpailu on usein vähäisempää. Tässä kokoluokassa asiakkaalla on kuitenkin korkea vaatimustaso IT-toimittajan kyvykkyyksiltä.

Pienemmistä ohjelmistokehitystalosta kilpailijoina voidaan mainita Reaktor, Gofore, Futurice ja Solita. Näistä toimijoista Digia pyrkii erottumaan kokonaistarjoomallaan ja toimituskyvykkyydellään.

### Perinteisten toimijoiden erottautumistekijät

IT-generalistien vahvuutena kilpailussa on mittavat resurssit ja laaja tarjooma, joita tukee usein offshore-tuotanto ja sen kustannustehokkuus. Lisäksi niillä on usein pieniä toimijoita syvempää asiakas- ja toimialaymmärrystä. Nämä taustajärjestelmissä vahvat toimijat (kuten Digia) ovat usein keskeisimmässä asiakkuuksissaan vahvasti etabloituneita ja järjestelmät ovat asiakkaille liiketoimintakriittisiä, mikä tuo niille kilpailuetua.

IT-generalistit ovat tyypillisesti kehittäneet asiakkaidensa IT-järjestelmiä yli vuosikymmenen ajan ja asiakkaiden IT-budjeteista merkittävä osa kuluu näiden olemassa olevien vanhojen järjestelmien ylläpitämiseen ja kehittämiseen. Tämä turvaa suurten palvelutalojen asemaa kilpailussa ja tuo liiketoimintaan jatkuvuutta.

### Uusien toimijoiden erottautumistekijät

Pienet ketterät toimijat usein murtautuvat suuriin asiakkuuksiin muun ostajan kuin tietohallinnon

kautta, jolloin ne eivät välttämättä kohtaa kilpailussa asiakkaan vakiintunutta järjestelmätoimittajaa. Nämä ”uudet toimijat” erottuvat tyypillisesti kilpailussa ketteryydellä, paremmalla palvelulla tai osaamisella jossain erikoistumisalueessa. Lisäksi niiden muutos- ja reagointikyky IT-markkinan muutoksiin on usein perinteisiä parempi. Pieni koko voi olla etu, kun asiakas tarvitsee hankkeeseen luovuutta, nopeutta ja ketteryyttä. Nykyisessä markkinatilanteessa näillä toimijoilla näyttää olevan myös selkeää kilpailuetua osaajakilpailussa.

### Digian Enterprise-tuote

Digian mukaan sen oma Enterprise-toiminnanohjausjärjestelmä on ainoa kotimainen ”kehittyvä erp”, joka asemoituu keskimarkkinaan suurten organisaatioiden järjestelmien (kuten SAP ja Oracle) ja pienten organisaatioiden valmishjelmistojen (kuten Visma, Admicom) välimaastoon. Tuotteen kotimainen kilpailu on pitkälti hävinnyt viime vuosien aikana, kun kilpailevat tuotteet ovat jääneet lypsytilaan. Enterprisen vahvuus on erityisesti valmistavassa teollisuudessa ja tukkukaupassa. Digia tarjoaa asiakkailleen myös Microsoftin Dynamics-toiminnanohjausjärjestelmiä, mutta sisäisen kilpailun ongelmaa tuotteiden välillä ei yhtiön mukaan ole, koska ne asemoituvat eri tarpeisiin. Digia investoi Enterprisen kehittämiseen ja yhtiö näkee tuotteen olevan hyvin elinvoimainen.

### Vertailuryhmän kasvu ja kannattavuus

Tarkastelemme sivun 24 kuviossa listattujen sekä listaamattomien suomalaisten ja muiden Pohjoismaisten IT-palveluyhtiöiden kasvua ja kannattavuutta. Tarkasteltava joukko muodostaa myös osin arvonmäärityksessämme käyttämämme vertailuryhmän.

# Digian asemoituminen ja kilpailutekijät

|                                      | Ohjelmistokehittäjät                                                                                                                          | Keskisuuret                                                                                                                                      | IT-generalistit                                                                                       |
|--------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Esimerkki                            | Vincit, Futurice, Reaktor, Gofore                                                                                                             | Digia, Solteq                                                                                                                                    | Tieto, CGI, Accenture                                                                                 |
| Geeniperimä                          | Uudet digitaaliset palvelut, digitalisaatoratkaisut                                                                                           | Taustajärjestelmät                                                                                                                               | Taustajärjestelmät                                                                                    |
| Vahvuudet                            | Osaajakilpailu<br>Ketteryys<br>Muutosnopeus<br>Matala organisaatiomalli<br>Asemoituminen kasvaville alueille<br>Ei olennaisia projektiriskejä | Integraatio-osaaminen<br>Taustajärjestelmien tuntemus<br>Liiketoimintakriittisen toimittajan rooli<br>Laaja tarjonta<br>Vakiintunut asiakaskunta | Offshore/nearshore -kyvykkyudet<br>Globaali toimituskyvykkyys<br>Laajin tarjooma<br>Vahva asiakaspito |
| Heikkoudet                           | Resurssivuokraajan rooliin jääminen<br>Ylläpitokyvykkyudet<br>Kyky toimittaa kokonaisratkaisuja                                               | Projektiriskeille altistuminen<br>Tarve uudistua ja investoida<br>Väliinpuotoajan rooliin jääminen                                               | Tarve jatkuvaan uudistumiseen<br>Muutosnopeus<br>Raskas organisaatio                                  |
| Tyypillinen erikoistuminen           | Kaikki asiakaskoot ja toimialat<br>Valitut palvelualueet                                                                                      | Suuret/keskisuuret organisaatiot<br>Usein toimialafokus<br>Kaikki palvelualueet                                                                  | Suuret/globaalit asiakkaat<br>Laaja toimialaosaaminen<br>Kaikki palvelualueet                         |
| Kasvu ja kannattavuus tällä hetkellä | Voimakas kasvu nykymarkkinassa<br>Erinomainen kannattavuus nykymarkkinassa                                                                    | Maltillinen orgaaninen kasvu<br>Yrityskaupat kasvuajurina<br>Tyydyttävä/heikko kannattavuus                                                      | Maltillinen orgaaninen kasvu<br>Kasvu yrityskaupoin<br>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 |



# Kilpailu 2/2

Vertailuryhmän kasvu vuositason 2012-2016 on ollut keskimäärin 13 %, mitä selittää markkinan nopea toipuminen finanssikriisin jälkeen sekä useiden toimijoiden yrityskaupat. Voimakkaimmin kasvaneet yhtiöt ovat pääasiassa laajentuneet yritysostoin (erityisesti Solteq ja Innofactor), mutta joukossa on myös vahvoja organisia kasvajia (Vincit, Solita, Futurice, Gofore, Reaktor, Siili).

Voimakkainta organista kasvua ovat tehneet Vincit sekä Solita. Hitaimmin ovat kasvaneet suuremmat toimijat, jotka ovat kärsineet markkinan murroksesta (kuten Tieto, CGI, Know-IT ja CGI:n ostama Affecto).

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. Markkinoilla on siis ollut pienille toimijoille hyvin tilaa kasvaa, jos ne ovat osanneet keskittyä oikeille palvelualueille.

Kannattavuuden osalta vertailujoukon keskiarvo on 11,4 % käyttökatteella (EBITDA-%) mitattuna vuositason 2011-2016. Digian kannattavuus on ollut hieman sektoria heikompi. Yhtiöt ovat keskimäärin kannattavuudeltaan terveellä tasolla, eikä vertailussa ole merkkejä toimialan epäterveestä kilpailutilanteesta. IT-palveluiden toimialalla 10-15 % EBITDA-tasoa voidaan pitää hyvänä kannattavuustasona. Yksinumeroisiin kannattavuustasoihin yhtiöiden ei pitäisi olla tyytyväisiä. Suuret generalistit Tieto ja CGI ovat tehneet hyvää kannattavuutta hitaasta kasvusta huolimatta, mikä perustuu niiden vahvaan markkina-asemaan ja ohjelmistoliiketoimintaan.

Markkinan pienissä ketterissä toimijoissa (kuten

Gofore, Reaktor ja Vincit) hämmästyttävää on se, että ne pystyvät samanaikaisesti sekä vahvaan kasvuun että kannattavuuteen. Arviomme mukaan vahva kannattavuus perustuu osin näiden yhtiöiden kevyisiin organisaatiorakenteisiin ja toisaalta vahva kasvu perustuu niiden organisaatiomalliin, joka houkuttelee osaajia. Kannattavuutta on ajanut myös näiden toimijoiden liiketoimintamallin painottuminen asiantuntijatyön tuntilaskutukseen, jolloin projektiriskit eivät ole päässeet pilaamaan kannattavuutta. Kun markkinalla ei ole hintapaineita ja osajaresurssit saadaan myytyä täyteen kapasiteettiin, on yli 20 %:n EBITDA-marginaali realistinen. Kyseessä voi kuitenkin olla vain nykyisestä ohjelmistokehityksen suotuisasta markkinatilanteesta johtuva ilmiö, joka ei ole pitkällä aikavälillä kestävä.

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

## IT-konsulttitalojen uhkakuvat

Suotuisasta markkinatilanteesta huolimatta keskeisiä uhkakuvia IT-palveluyhtiöille ovat mielestämme seuraavat:

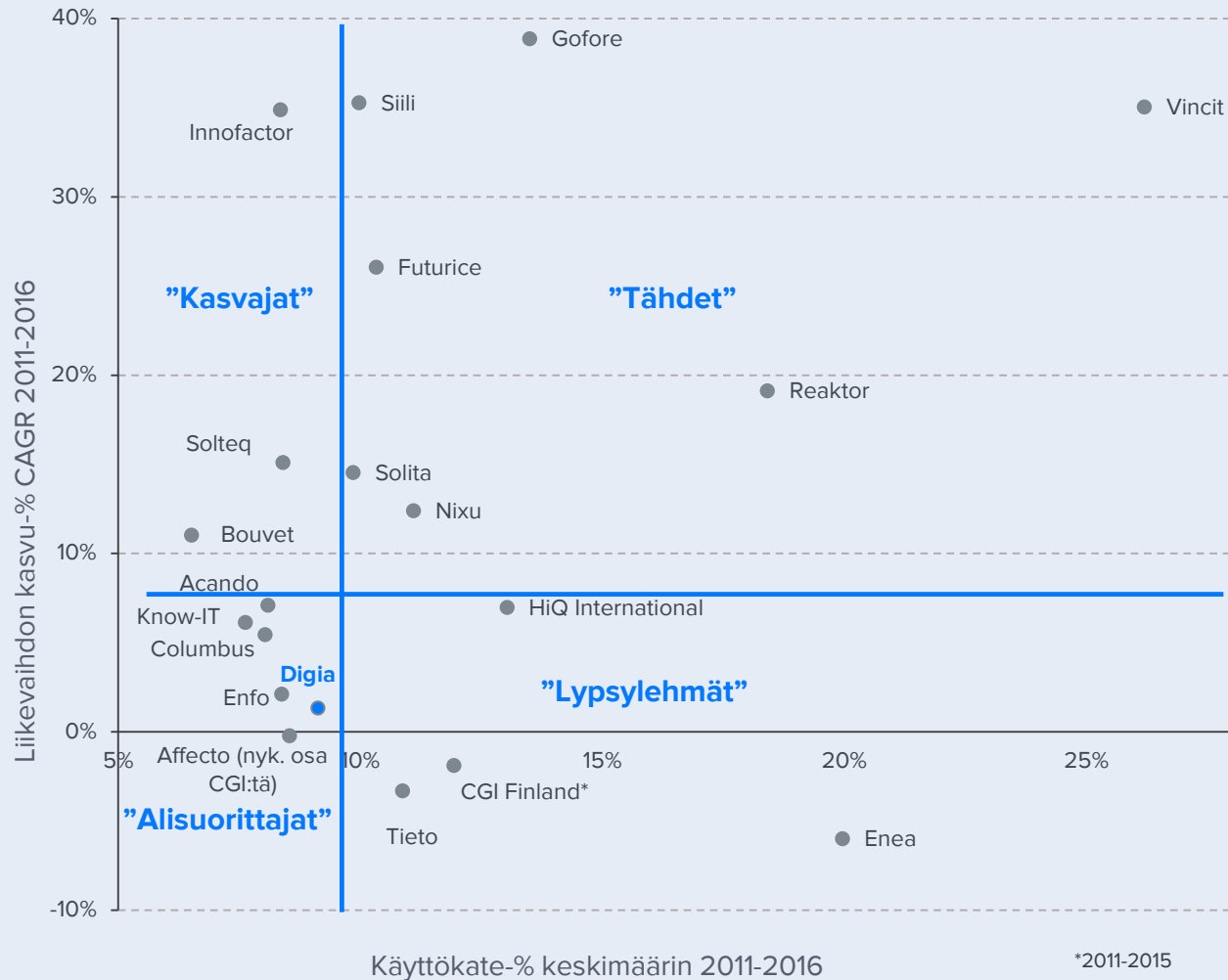
- Asiakasorganisaatioiden suuntaus hyödyntää sisäisiä resursseja voi heikentää kysyntää ulkoistetuille ohjelmistokehityspalveluille. Digitalisaatiosta on tullut monille strateginen asia, minkä takia sitä ei haluta ulkoistaa. IT-konsulttien rooli voi muuttua enemmän strategisen neuvonantajan suuntaan ja laaja osaamisalueiden tuntemus korostuu, sillä

asiakkaiden on vaikea rakentaa kaikkia osaamisalueita itse. Pelkät IT-resurssitoimittajat ovat helposti korvattavissa ja niiden asema arvoketjussa voi jäädä henkilöstövuokraajan verrattavaksi rooliksi.

- Erilaiset IT-asiantuntijaresurssien välittäjäpalvelut, freelance-työ sekä yrittäjyys tulevat aina imemään osan IT-konsulttitalojen osaajista. Osaajat vievät usein mukanaan asiakkaita. Pelkkien resurssitoimittajien roolissa olevat IT-toimittajat ovat tässäkin heikoilla, kun taas strategisen neuvonantajan roolissa olevat toimijat ovat vaikeammin korvattavissa.
- Liiketoimintamallin jatkuvuuden puute on usean konsulttitalon uhkakuva, jota ei nykyisessä suotuisassa markkinatilanteessa kuitenkaan mielestämme yleisesti tunnisteta. Asiakkaiden on helppo ottaa resursseja sisäiseen käyttöön ja vähentää ulkoisten ohjelmistokehitysresurssien ostoja, mikäli taloustilanne nopeasti heikentyisi. Tämän osalta Digia on selkeästi vahvoilla verrattuna moniin pienempiin toimijoihin.
- Automaatio ja ohjelmistorobotiikka uhkaavat monien IT-osaajien työtä. Monilla perinteisillä toimijoilla on tarve uudelleen kouluttaa henkilöstöä jatkuvasti. Kyky reagoida markkinatrendeihin kilpailuetuna korostuu.
- Ohjelmistoyhtiöiden liiketoimintamallit muuttuvat kohti palveluita, ja ne pyrkivät saamaan yhä suuremman osan asiakkuuden arvosta. Tämä voi ajaa ohjelmistoyhtiöitä yhä vahvemmin kilpailuun integraattoreiden kanssa. Lisäksi tämä pienentää lisenssimyynnistä saatavia katteita, mistä on jo nähtävissä merkkejä.



# Kilpailukentän kehitys



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

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

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

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

# Strategia 1/2

## Digian strategian keskeiset teemat vuosille 2016-2019

Digian vuosien 2016-2019 kasvustrategian tarkoituksena on vahvistaa yhtiön asemaa erityisesti kasvavilla digitaalisten palveluiden markkinoilla, prosessien digitalisoinnissa sekä palveluliiketoiminnassa. Vuosina 2016-2017 yhtiö keskittyi rakentamaan perustaa ja yhtenäistämään liiketoimintoja. Yleisellä tasolla yhtiö on suunnittelemassaan vauhdissa strategian toteutuksessa. Matka ei ole kuitenkaan ollut täysin kivuton, mikä on näkynyt kannattavuudessa.

Yhtiön keskeiset teemat strategiakaudelle ja strategian implementoinnin tilanne ovat:

- **Palvelujen ja prosessien digitalisointi:** yhtiö on löytänyt tavoittelemiaan yritysostokohteita järkevällä hinnalla ja edennyt erityisesti verkkokaupparatkaisuissa hyvin. Yhtiön liiketoimintalähtöistä tarjontaa ja lähestymistapaa tarvitsee kuitenkin vielä terävöittää ja vahvistaa.
- **Palveluliiketoiminnan vahvistaminen:** yhtiö on tältä osin rakentanut peruskävykkyydet ja rakentaa Digia-laajuisia palvelumalleja vastatakseen muutuvaan asiakaskysyntään.
- **Tarjoaman sovittaminen valituille toimialoille:** yhtiö tuotteistaa omista kolmannen osapuolen tuotteista toimialasovitettuja ratkaisuja. Kaupan alalla tämä on edennyt hyvin, mutta muilta osin tähän alueeseen yhtiön pitää yhä panostaa.
- **Syvä kumppanuus asiakkaiden kanssa:** yhtiö on uudistanut asiakashoitomallejaan ja saanut organisaation toimimaan

asiakasohjautuvammin erityisesti viime vuoden aikana.

- **Osaava ja innostunut henkilöstö:** henkilöstömieleissä strategia on yhtiön mukaan edennyt hyvin, vaikka osaajakilpailu on kiristynyt tuntuvasti. Digian kaikilla palvelualueilla osaajakilpailu ei kuitenkaan ole niin kovaa kuin markkinoilla yleisesti ja yhtiö on myös vahvistanut henkilöstöä panostamalla koulutukseen.

Vuonna 2018 Digian tavoitteena on edelleen vahvistaa asemaansa erityisesti kasvavilla digitaalisten palveluiden markkinoilla, prosessien digitalisoinnissa ja palveluliiketoiminnassa. Yhtiö etsii myös aktiivisesti sopivia yritysostokohteita kasvun kiihdyttämiseksi. Vuosina 2019-2020 yhtiön tavoitteena on kiihdyttää kasvua ja monistaa menestystä. Arviomme mukaan strategiakauden kasvu syntyy erityisesti yhtiön palveluliiketoimintojen vetämänä. Omissa tuoteliiketoiminnoissa kasvu on vakaampaa, mutta ne tukevat yhtiön kannattavuutta.

### Kasvutavoite keskimäärin yli 15 %

Digia haluaa kasvaa IT-markkinaa merkittävästi voimakkaammin ja tavoittelee keskimäärin 15 prosentin vuosikasvua vuosina 2016-2019. Yhtiö hakee kasvua perinteistä IT-markkinaa voimakkaammin kasvavilta osa-alueilta, kuten digitaalisista palveluista ja prosessien kehittämisestä. Kasvua tavoitellaan sekä orgaanisesti että yritysostoista. Yhtiö on kasvanut vuosina 2016 ja 2017 keskimäärin 9 %, mistä arviomme mukaan orgaanisen kasvun osuus on ollut 6 %-yksikköä ja yrityskauppojen osuus 3 %-yksikköä.

Näkemyksemme mukaan kasvutavoitteen

saavuttaminen edellyttää yhtiöltä yrityskauppoja. Orgaanisesti yhtiöllä on arviomme mukaan hyvät edellytykset yltää markkinaa nopeampaan 5-10 %:n kasvuun, mutta osaajasaatavuus rajoittaa edellytyksiä tätä nopeampaan kasvuun.

Kansainvälistyminen ei näyttele yhtiön kasvutavoitteessa olennaista roolia ja emme odota suurempaa kasvua tai liikkeitä kansainvälistymisen rintamalla lähiaikoina. Yhtiöllä on Ruotsissa yksi pieni yksikkö ja muuten kansainvälistyminen tapahtuu vain asiakkaiden mukana.

### Kannattavuutta lähdetään nostamaan pohjatasolta

Digia ei ole antanut pitemmän aikavälin kannattavuustavoitteita, vaan kertonut vain yleisluontoisesti tavoittelevansa hyvää kannattavuutta. Arviomme mukaan tämä tarkoittaa noin 10 %:n liikevoittomarginaalia pitkällä aikavälillä. Kuluvalle vuodelle yhtiö on ohjeistanut liikevoiton merkittävää parantumista, mikä on kuitenkin helppo saavuttaa heikosta vertailukaudesta johtuen. Arvioimme liikevoiton nousevan 6 %:iin vuonna 2018 (2017: 2 %). Strategian toteutuessa suunnitellusti pitäisi kannattavuuskehityksen olla nousujohteista lähivuodet.

Kannattavuuden osalta yhtiön haasteet erityisesti viime vuonna olivat projektiriskien realisointumiseen liittyviä ja käsityksemme mukaan ongelmaprojektien osalta pöytä on nyt putsattu ja tappiovaraukset tehty. Yhtiö panosti viime vuonna merkittävästi projektihallintaan ja projektijohtajien koulutukseen. Näemme projektiriskien olevan kuitenkin suurin riski yksittäisten kvartaalien kannattavuudelle myös jatkossa.

# Strategia 2/2

Digian kannattavuuden paranemista viime vuoden pohjatasolta tukee usea asia tällä hetkellä. Projektiriskien paremman kontrollin lisäksi yhtiö on saanut käsityksemme mukaan käyttöasteita ja tehokkuutta parannettua ja tällä alueella on yhä potentiaalia parantaa. Hyvän markkinatilanteen tuoman kasvun pitäisi skaalautua paremmaksi kannattavuudeksi käyttöasteiden parantuuksessa. Digian oma tuoteliiketoiminta tukee yhtiön marginaaleja, mutta emme odota tämän toimivan merkittävästi tuloskasvuajurina sen edellyttämien investointien takia. Yhtiö ei aktivoi tuotteiden kehitysmenoja taseeseensa.

## Yrityskaupat

Digia on strategiassaan kertonut orgaanisen kasvun lisäksi etsivänsä aktiivisesti strategialle tukevia yritysostokohteita. Kasvua haetaan perinteistä IT-markkinaa voimakkaammin kasvavilta osa-alueilta, kuten digitaalisista palveluista ja prosessien kehittämisestä. Digian yritysostojen kriteereinä on, että ostettavan liiketoiminnan pitää selkeästi tukea muita palvelualueita. Ostokohteita ei haeta pelkästään kasvun takia. Digialla on historiasta yrityskauppakokemuksta ja käsityksemme mukaan yhtiön viimeisimmät yritysostot ovat olleet alustavasti onnistuneita.

Monilla Digiaa kiinnostavista palvelualueista Suomessa on hyvin rajallisesti tarjolla ostokohteita ja niiden kysyntä on kovaa ja näin ollen ostokohteiden arvostukset ovat myös olleet nousussa. Yhtiöllä on kuitenkin hyvin kassaa ja mahdollisuus käyttää myös omaa osakettaan yritysostoissa, mikä antaa yhtiölle kapasiteettia yrityskauppojen tekemiseen. Digian osakkeen nykyisellä arvostustasolla oman osakkeen

käyttäminen yritysostoihin olisi kuitenkin todennäköisesti omistaja-arvoa tuhoavaa johtuen oletettavasti ostokohteista selvästi alemmista hinnoittelukertoimista.

Suomen IT-markkinaa tarkasteltaessa näemme Digialla hyvät edellytykset toimia aktiivisena konsolidoijana IT-palvelumarkkinalla ja odotamme sektorin konsolidaation jatkuvan aktiivisena. Yritysostoja viime vuosina ovat toteuttaneet esimerkiksi Siili, Innofactor, Vincit, Solteq, Nixu, Tieto, CGI, Solita, Gofore sekä Enfo. Kuumana alueena viimeisen vuoden on ollut palvelumuotoilu, missä on tapahtunut useita yritysjärjestelyitä. Erityisesti listatuilla yhtiöillä yrityskaupoissa kilpailuetuna on ollut niiden mahdollisuus käyttää omaa osaketta kauppojen rahoittamiseen sekä ostettavan yrityksen avainhenkilöiden sitouttamiseen. Tästä hyvä esimerkki on esimerkiksi Siili, joka on yrityskauppojen strukturoinneilla onnistunut luomaan huomattavaa omistaja-arvoa. Konsolidaatiota IT-markkinassa tapahtuu myös kansainvälisellä ja globaalilla tasolla.

## Uuden strategiakauden yritysostot

Vuonna 2016 Digia osti Igence Oy Ab:n. Yritysostolla Digia vahvisti strategiansa mukaisesti asemaansa kasvavassa verkkokauppamarkkinassa. Yhtiöt eivät kertoneet kauppahintaa. Igence palveluvalikoimasta löytyvät muun muassa verkkokaupan, tuotetiedonhallinnan, tilaushallinnan ja personoinnin ratkaisut sekä monipuoliset asiantuntijapalvelut. Igence Oy Ab:n liikevaihto vuonna 2015 oli 2,3 MEUR ja kaupan myötä Digialle siirtyi 24 henkilöä.

Viime heinäkuussa Digia osti Omni Partners Oy:n

ja yhtiön kokonaan omistaman tytäryhtiön Oy Nord Software Ltd:n. Yhtiöt eivät kertoneet kauppahintaa. Yritysostolla Digia vahvistaa strategiansa mukaisesti asemaansa digitaalisten palveluiden markkinassa. Omni Partners tarjoaa räätälöityjä, avoimen lähdekoodin teknologioihin pohjautuvia viestinnällisiä verkko- ja mobiilipalveluja sekä sähköisen asioinnin ratkaisuja. Omni Partnersin pro-forma liikevaihto vuonna 2016 oli 3,9 MEUR ja kaupan myötä Digialle siirtyi 51 henkilöä.

Viime joulukuussa Digia osti moderneihin integraatoratkaisuihin erikoistuneen Integration House Oy:n. Yhtiöt eivät tällöinkään kertoneet kauppahintaa. Integration Housen liikevaihto vuonna 2017 oli arviolta 1,8 MEUR ja kaupan myötä Digialle siirtyi 21 henkilöä.

## Tase, rahoitus ja osinko

Digia vahvasti tasettaan keväällä 2017 keräämällä osakeannilla noin 12 miljoonan euron varat. Järjestelyn jälkeen vuoden 2017 lopussa yhtiön omavaraisuusaste oli 51 %, nettovelkaantumisaste 11 % ja kassassa rahaa 12 MEUR. Nykyinen tase antaa hyvin liikkumavaraa strategian toteutukseen.

Digia uudisti Q4'17 raportin yhteydessä osinkopolitiikkaansa. Uudistetun osinkopolitiikan mukaan Digian tavoitteena on jakaa konsernin vuosituloksesta vähintään 30 % osinkoina. Arvioimme yhtiön pyrkivän jakamaan lähivuosina kohtalaista, absoluuttisesti nousevaa osinkoa. Pääpaino on kuitenkin kasvuinvestoinneissa.

# Digian kehitysvaiheet



# Historiallinen kehitys

## Rakennemuutos Nokia-romahduksen jälkeen

Digia nousi merkittävän toimijan kokoluokkaan vuonna 2005, kun Digia yhdistyi Sysopenin kanssa ja osti Yomi Softwaren. Yhtiön henkilöstö melkein kolminkertaistui ja liikevaihto oli 60 MEUR vuoden 2005 lopussa. Tämän jälkeen yhtiö kasvoi mobiiliosaamisen ja yrityskauppojen vetämänä reilun 130 MEUR:n liikevaihtoluokkaan vuonna 2010. Nokia-kriisin jälkeen yhtiö joutui tekemään suuria muutoksia sopeutuakseen uuteen markkinatilanteeseen. Palveluliiketoiminnan liikevaihto laski noin 50 MEUR:lla muutamassa vuodessa. Yhtiö kuitenkin sopeutti palveluliiketoiminnan ripeästi. Vuosina 2012-2015 palveluliiketoiminnan liikevaihto pysyi vakaana. Samaan aikaan liikevoitto-% kävi tappiollisena vuonna 2013 ja nousi tämän jälkeen asteittain reiluun 5 %:iin vuonna 2015. Mobiililiiketoiminnan alaskirjauksista ja uudelleenjärjestelykuluista oikaistuna palveluliiketoiminnan liikevoitto-% on kuitenkin pysynyt 7-8 %:n tuntumassa vuosina 2012-2015, mikä on korkeampi taso kuin yhtiön viime vuosien kannattavuus.

## Jakautumisen jälkeinen aikakausi

Qt-jakautumisen toukokuussa 2016 itsenäinen Digia käynnisti uuden strategian. Uudesta strategiasta on seurannut kolme yritysostoa ja vahvistunut orgaaninen kasvu, mutta kannattavuuden osalta itsenäisen Digian kehitys on ollut vaatimatonta.

Vuonna 2016 Digia kasvoi 7 %, mistä orgaaninen kasvu oli arviolta 6 %-yksikköä. Vuoden 2016 lopussa yhtiö tiedotti voittaneensa Verohallinnon kansallisen tulorekisterin merkittävän sopimuksen, jonka arvo 15 vuoden sopimusajalla

Digialle on 60 MEUR. Digian liikevoitto-% oli 6 % vuonna 2016. Yhtiön osakekohtainen tulos oli 0,20 euroa ja osinko 0,08 euroa osakkeelta vuonna 2016.

Vuonna 2017 Digian liikevaihto kasvoi reilut 11 % 96 MEUR:oon. Orgaaninen kasvu oli arviolta noin 7 %. Viime vuoden aikana yhtiö teki kaksi strategian mukaista pientä yritysostoa, jotka vaikuttavat vahvemmin kasvuun vuonna 2018. Kannattavuutta painoi viime vuonna useampi epäonnistunut projekti. Näin ollen liikevoitto-% jäi vain noin 2 %:iin ja näistä projektiylityksistä oikaistuna karkeasti 5-6 %:iin. Projektiylitykset ovat tavallaan normaali osa yhtiön liiketoimintaa, mutta vuoteen 2017 osui niitä käsityksemme mukaan poikkeuksellisen ja yhtiön vanha projektikanta ”siivottiin” tappiovarauksilla kuntoon tuloslaskelman osalta. Käsityksemme mukaan nämä projektiylitykset liittyivät yhtiön vanhoihin hankkeisiin pitkän ajan takaa. Yhtiön henkilöstömäärä kasvoi myös liikevaihtoa nopeammin, joten heikon kannattavuuden taustalla on myös arviomme mukaan heikot käyttöasteet, missä yhtiöllä on selkeästi parannettavaa.

Digian osakekohtainen tulos vuodelta 2017 oli 0,04 euroa. Yhtiön hallitus ehdotti 0,04 euron osakekohtaisen osingon jakamista (0,08 euroa vuosina 2015-2016). Yhtiö päätti arviomme mukaan ehdottaa matalampaa osinkoa osittain johtuen heikosta tuloksesta sekä säästääkseen kassaa yritysostoihin.

## Taserakenne

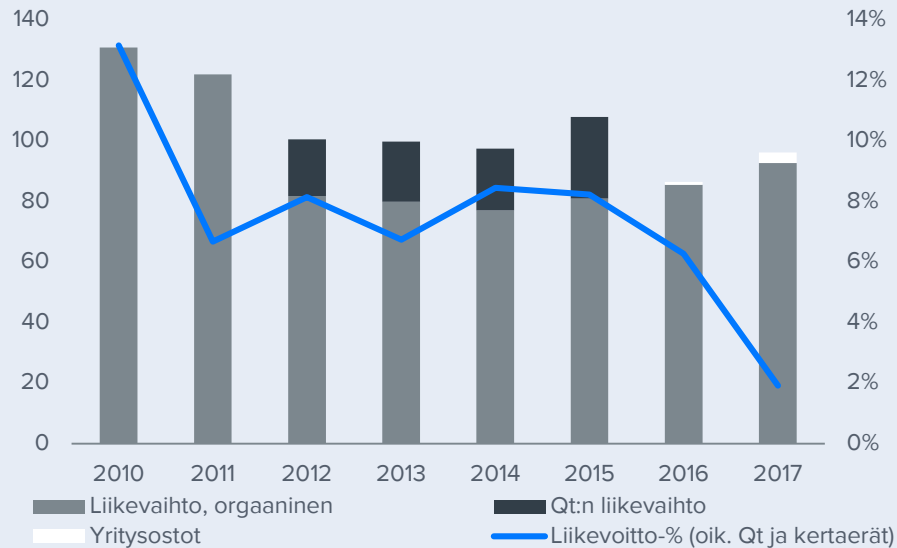
Digia on ollut taseeltaan historiallisesti vahva, eikä yhtiöllä ole ollut suuremmin korollista vierasta pääomaa. Vuoden 2017 lopussa yhtiöllä

oli 16,6 MEUR korollista velkaa. Yhtiön omavaraisuusaste oli vuoden 2017 lopussa 51 % (2016: 50 %) ja nettovelkaantumisaste 11 % (2016: 36 %). Yhtiön tase on kohtalaisen terveellä pohjalla johtuen terveestä liiketoiminnasta ja vakaasta rahavirrasta. Lisäksi viime vuonna toteutettu 12,5 MEUR:n osakeanti toi hyvin rahaa kassaan mahdollisille yritysostoille.

Digialla oli kassassa 11,5 MEUR vuoden 2017 lopussa. Liiketoiminnan rahavirta vuonna 2017 oli 3,1 MEUR (2016: 3,8 MEUR). Ilman osakeantia ei yhtiöllä olisi nyt edellytyksiä kasvustrategian toteutukseen, sillä ennen antia yhtiöllä oli kuitenkin kohtalaisesti myös velkaa. Digian taseen suurimpia omaisuuseriä ovat liikearvo ja saamiset, jotka vastasivat 53 % ja 26 % taseesta 2017 lopussa.

# Historiallinen kehitys

## Liikevaihto ja liikevoitto-%

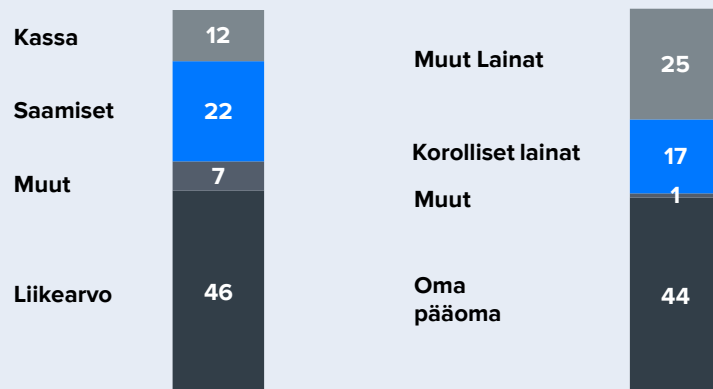


| Lyhennetty tuloslaskelma    | 2014  | 2015  | 2016  | 2017  | 2018e |
|-----------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Liikevaihto                 | 97,4  | 80,9  | 86,5  | 96,2  | 104,8 |
| Käyttökate (EBITDA)         | 4,3   | 7,7   | 6,9   | 3,1   | 7,2   |
| Oikaistu liikevoitto (EBIT) | 4,5   | 6,7   | 5,4   | 1,8   | 6,0   |
| Oik. liikevoitto-%          | 4,6 % | 8,2 % | 6,3 % | 1,9 % | 5,7 % |
| Liikevoitto (EBIT)          | 4,3   | 5,9   | 5,4   | 1,8   | 6,0   |
| Tulos ennen veroja          | 4,3   | 5,3   | 5,1   | 1,2   | 5,5   |
| Nettotulos                  | 4,3   | 4,3   | 4,1   | 1,0   | 4,4   |
| Osakekohtainen tulos        |       | 0,24  | 0,20  | 0,04  | 0,16  |
| Vapaa kassavirta            | 4,3   | -43,4 | 7,5   | 9,1   | 3,5   |

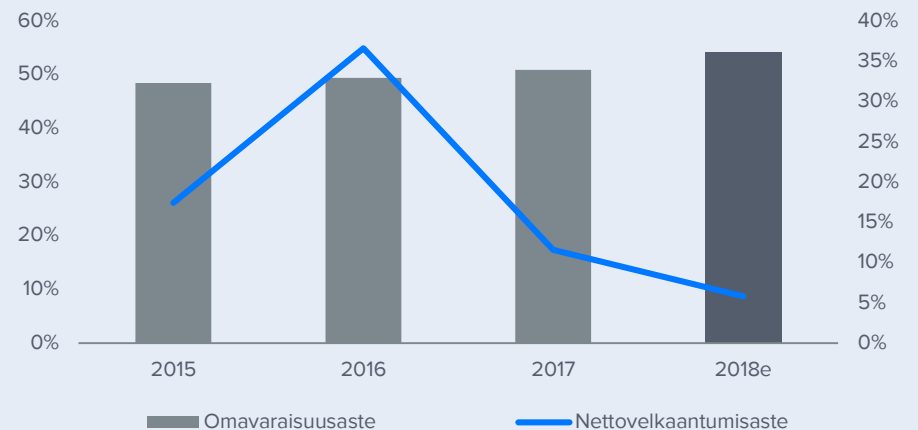
Lähde: Inderes

| Avainluvut            | 2014   | 2015    | 2016   | 2017   | 2018e  |
|-----------------------|--------|---------|--------|--------|--------|
| Liikevaihdon kasvu-%  | -2,3 % | -16,9 % | 6,8 %  | 11,3 % | 8,9 %  |
| Käyttökate-%          | 4,4 %  | 9,5 %   | 7,9 %  | 3,2 %  | 6,8 %  |
| Liikevoitto-%         | 4,4 %  | 7,2 %   | 6,3 %  | 1,9 %  | 5,7 %  |
| ROE-%                 |        | 20,8 %  | 11,0 % | 2,5 %  | 9,5 %  |
| ROI-%                 |        | 21,5 %  | 10,7 % | 3,4 %  | 9,8 %  |
| Omavaraisuusaste      |        | 48,5 %  | 49,4 % | 51,0 % | 54,3 % |
| Nettovelkaantumisaste |        | 17,4 %  | 36,6 % | 11,6 % | 5,8 %  |

## Tase 2017 lopussa



## Taseen avainlukujen kehitys



# Ennusteet

## Odotamme liikevaihdon kasvun jatkuvan ja liikevoiton paranevan vuonna 2018

Vuodelle 2018 Digia on ohjeistaa liikevaihdon jatkavan kasvuaan ja liikevoiton paranevan merkittävästi vuoteen 2017 verrattuna. Odotamme Digian suhteellisen helposti yltävän kyseisiin tavoitteisiin ja arvioimme koko vuoden liikevaihdon kasvavan 9 % 105 MEUR:oon (2017: 96 MEUR) ja liikevoiton olevan 6,0 MEUR tai 5,7 % liikevaihdosta (2017; 1,8 MEUR ja 1,9 %) vuonna 2018. Arvioimme tuloksen painottuvan vahvemmin vuoden jälkipuoliskolle.

Odotamme yhtiön liikevaihdon kasvavan orgaanisesti (noin 6 %) kuin myös yrityskauppojen (noin 3 %) tukemana. Orgaanista liikevaihdon kasvua ajaa arviomme mukaan käyttöasteiden nousu, viime vuonna toteutunut henkilöstön kasvu sekä suotuisana jatkuva kysyntätilanne IT-markkinoilla. Arvioimaamme liikevoitto-%:n paranemiseen vaikuttaa käyttöasteiden nouseminen ja projektiriskien pysyminen paremmin hallinnassa. Kannattavuus-ennusteemme on kokonaisuutena kuitenkin erittäin varovainen, koska yhtiöltä puuttuvat vielä näytöt tulosparannuksesta ja yhtiön strategia on vielä osin rakennusvaiheessa. Jos mitään yllättävää negatiivista ei tapahdu, pitäisi yhtiöllä olla edellytykset parempaan kannattavuuteen tältä vuodelta, mutta ennusteemme ei ole yhtiön pääsevän vielä täysin ”puhtaaseen” vuoteen.

Odotamme rahoituskulujen pysyvän viime vuoden tasolla. Ennusteessamme yhtiön nettotulos vuodelta 2018 on 4,4 MEUR ja osakekohtainen tulos 0,16 euroa (2017: 1,0 MEUR ja 0,04 euroa). Arvioimme yhtiön

nostavan osingon maksun vuodelta 2017 takaisin 0,08 euroon osakkeelta (2017 ehdotettu 0,04), mikä vastaa 3,5 %:n osinkotuottoa.

## Keskipitkän aikavälin ennusteet: kun lähdetään pohjilta, on tuloskasvupotentiaali suuri

Vuoden 2018 jälkeen arvioimme Digian kasvavan orgaanisesti 6 %:n vauhtia vuosina 2019-2020. Orgaanisen kasvun ylläpitämiseksi ja erityisesti vauhdittamiseksi on tärkeää, että Digia pystyy edelleen kehittämään työnantajaimagoaan vahvemmaksi pystyäkseen rekrytoimaan resursseja kasvun ylläpitämiseen. Nykyisten asiakkaiden sisällä kasvamisen lisäksi kasvun jatkuminen vaatii jatkuvasti uusien asiakkuuksien voittamista, missä kokonaistarjoaman pitäisi toimia kilpailuetuna.

Ennustamme Digian oikaistun liikevoitto-%:n nousevan 6,0 %:iin ja edelleen 6,3 %:iin vuosina 2019-2020 (2017: 1,9 %). Kannattavuuden parannusta tukee jatkuvien palveluiden lisääntyminen, organisaation tehokkuuden parantuminen prosessien yhtenäistymisen myötä sekä tarjoaman kilpailukyvyyn vahvistuminen. Kannattavuutta rasittaa kustannusinflaatio. Ennusteemme on kuitenkin erittäin varovainen vielä tässä vaiheessa ja odotamme yhtiön yltävän kannattavuudessa ainoastaan samalle tasolle kuin vuosina 2015-2016.

Näkemyksemme mukaan yhtiöllä on hyvät mahdollisuudet yltää korkeampaan kannattavuuteen ja lähelle sektorin noin 10 %:n tasoa tai jopa tämän yläpuolelle, mikäli strategian toteutus onnistuu ja markkinatrendit jatkavat suotuisina. Digiasta siten kiinnostavan

tekee se, että sillä on mahdollisuudet merkittävään tuloskasvuun lähivuosina ilman, että sen tarvitsisi onnistua liikevaihdon kasvattamisessa nykyisen kireän osaajamarkkinan tehdessä organisaatiosta kasvusta jatkuvasti IT-yhtiöille haastavampaa. Haluamme kuitenkin nähdä positiivista kehitystä, ennen kuin olemme valmiita nostamaan ennusteitamme. Siten ennusteessamme on vielä huomattavaa turvamarginaalia projektiylityksille tai muille kannattavuuspetetyksille.

Arvioimme yhtiön maksavan osinkoa 30 % - 50 % osakekohtaisesta tuloksesta ja ennusteemme osakekohtaiselle osingolle vuosille 2019-2020 ovat 0,10 EUR ja 0,12 EUR. Osinkotuotto on näin ollen 4-5 % vuosille 2019-2020.

## Pitkän aikavälin ennusteet

Kassavirtapohjaisessa DCF-arvonmäärityksessä pitkällä aikavälillä odotamme yhtiön kasvun asteittain hidastuvan 1,5 %:iin vuonna 2027. Odotamme myös liikevoitto-%:n laskevan alle sektorin keskimääräisen tason 4,0 %:iin vuoden 2027 ikuisuusoletuksessa. Painotamme Digian arvonmäärityksessä kuitenkin enemmän lyhyen ja keskipitkän aikavälin ennusteista johdettuja arvostuskertoimia sekä arvostusta suhteessa vertailuryhmään.

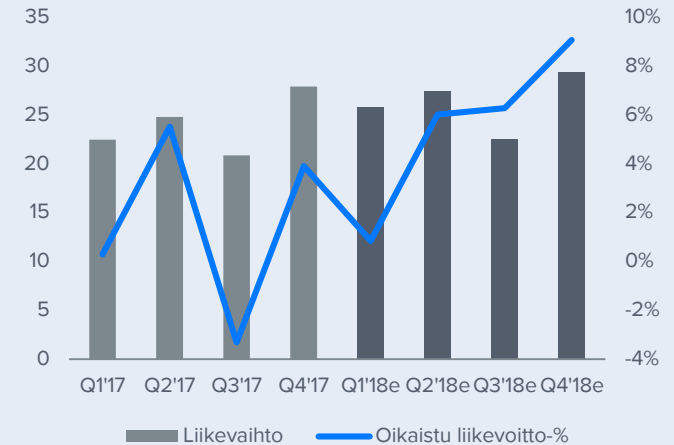


# Ennusteet

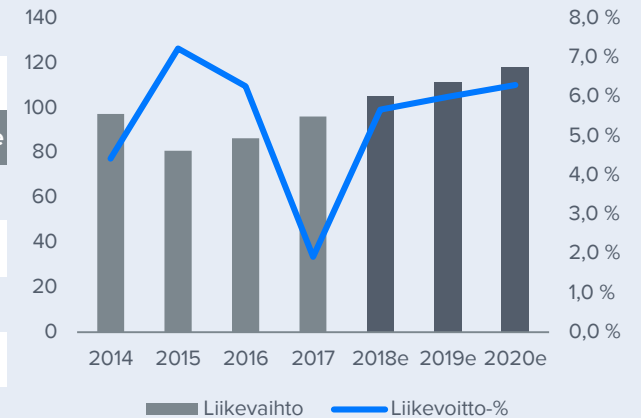
| Tuloskehitys kvartaalitasolla      | 2016        | Q1'17       | Q2'17       | Q3'17        | Q4'17       | 2017        | Q1'18e      | Q2'18e      | Q3'18e      | Q4'18e      | 2018e        | 2019e        | 2020e        |
|------------------------------------|-------------|-------------|-------------|--------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>Liikevaihto</b>                 | <b>86,5</b> | <b>22,5</b> | <b>24,8</b> | <b>20,9</b>  | <b>28,0</b> | <b>96,2</b> | <b>25,7</b> | <b>27,4</b> | <b>22,5</b> | <b>29,3</b> | <b>104,8</b> | <b>111,1</b> | <b>117,8</b> |
| <b>Käyttökate</b>                  | <b>6,9</b>  | <b>0,4</b>  | <b>1,7</b>  | <b>-0,5</b>  | <b>1,4</b>  | <b>3,1</b>  | <b>0,9</b>  | <b>1,8</b>  | <b>1,8</b>  | <b>2,6</b>  | <b>7,2</b>   | <b>7,9</b>   | <b>8,8</b>   |
| Poistot ja arvonalennukset         | -1,4        | -0,4        | -0,4        | -0,2         | -0,3        | -1,2        | -0,3        | -0,3        | -0,3        | -0,3        | -1,2         | -1,2         | -1,4         |
| <b>Liikevoitto ilman kertaeriä</b> | <b>5,4</b>  | <b>0,1</b>  | <b>1,4</b>  | <b>-0,7</b>  | <b>1,1</b>  | <b>1,85</b> | <b>0,6</b>  | <b>1,5</b>  | <b>1,5</b>  | <b>2,3</b>  | <b>6,0</b>   | <b>6,7</b>   | <b>7,4</b>   |
| <b>Liikevoitto</b>                 | <b>5,4</b>  | <b>0,1</b>  | <b>1,4</b>  | <b>-0,7</b>  | <b>1,1</b>  | <b>1,8</b>  | <b>0,6</b>  | <b>1,5</b>  | <b>1,5</b>  | <b>2,3</b>  | <b>6,0</b>   | <b>6,7</b>   | <b>7,4</b>   |
| Nettorahoituskulut                 | -0,3        | -0,1        | -0,1        | -0,1         | -0,3        | -0,7        | -0,1        | -0,1        | -0,1        | -0,1        | -0,5         | -0,4         | -0,3         |
| <b>Tulos ennen veroja</b>          | <b>5,1</b>  | <b>0,0</b>  | <b>1,2</b>  | <b>-0,8</b>  | <b>0,8</b>  | <b>1,2</b>  | <b>0,5</b>  | <b>1,4</b>  | <b>1,4</b>  | <b>2,2</b>  | <b>5,5</b>   | <b>6,3</b>   | <b>7,2</b>   |
| Verot                              | -1,1        | 0,0         | -0,2        | 0,2          | -0,2        | -0,2        | -0,1        | -0,3        | -0,3        | -0,4        | -1,1         | -1,3         | -1,4         |
| Vähemmistöosuudet                  | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0          | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0          | 0,0          | 0,0          |
| <b>Nettotulos</b>                  | <b>4,1</b>  | <b>-0,1</b> | <b>1,1</b>  | <b>-0,6</b>  | <b>0,7</b>  | <b>1,0</b>  | <b>0,4</b>  | <b>1,1</b>  | <b>1,1</b>  | <b>1,8</b>  | <b>4,4</b>   | <b>5,0</b>   | <b>5,7</b>   |
| <b>EPS (oikaistu)</b>              | <b>0,20</b> | <b>0,00</b> | <b>0,04</b> | <b>-0,02</b> | <b>0,02</b> | <b>0,04</b> | <b>0,01</b> | <b>0,04</b> | <b>0,04</b> | <b>0,07</b> | <b>0,16</b>  | <b>0,19</b>  | <b>0,21</b>  |
| <b>EPS (raportoitu)</b>            | <b>0,20</b> | <b>0,00</b> | <b>0,04</b> | <b>-0,02</b> | <b>0,02</b> | <b>0,04</b> | <b>0,01</b> | <b>0,04</b> | <b>0,04</b> | <b>0,07</b> | <b>0,16</b>  | <b>0,19</b>  | <b>0,21</b>  |

| Tunnusluvut                          | 2016    | Q1'17  | Q2'17   | Q3'17    | Q4'17   | 2017   | Q1'18e  | Q2'18e | Q3'18e | Q4'18e  | 2018e | 2019e  | 2020e  |
|--------------------------------------|---------|--------|---------|----------|---------|--------|---------|--------|--------|---------|-------|--------|--------|
| <i>Liikevaihdon kasvu-%</i>          | 6,8 %   | 5,1 %  | 10,9 %  | 10,3 %   | 18,0 %  | 11,3 % | 14,1 %  | 10,2 % | 7,5 %  | 4,7 %   | 8,9 % | 6,0 %  | 6,0 %  |
| <i>Oikaistun liikevoiton kasvu-%</i> | -18,6 % | -93 %  | -22,7 % | -161,1 % | -30,3 % | -66 %  | 781,6 % | 12,6 % | -317 % | 113,0 % | 223 % | 11,5 % | 11,3 % |
| <i>Käyttökate-%</i>                  | 7,9 %   | 1,9 %  | 7,0 %   | -2,4 %   | 5,0 %   | 3,2 %  | 3,5 %   | 6,7 %  | 8,0 %  | 9,0 %   | 6,8 % | 7,1 %  | 7,5 %  |
| <i>Oikaistu liikevoitto-%</i>        | 6,3 %   | 0,3 %  | 5,5 %   | -3,3 %   | 3,9 %   | 1,9 %  | 2,3 %   | 5,7 %  | 6,7 %  | 8,0 %   | 5,7 % | 6,0 %  | 6,3 %  |
| <i>Nettotulos-%</i>                  | 4,7 %   | -0,4 % | 4,2 %   | -3,1 %   | 2,3 %   | 1,0 %  | 1,4 %   | 4,1 %  | 4,9 %  | 6,0 %   | 4,2 % | 4,5 %  | 4,9 %  |

Liikevaihto ja liikevoitto-%



Liikevaihdon ja kannattavuuden kehitys





# Arvonmääritys 1/2

## Sijoitusnäkemys - merkittävää nousupotentiaalia kannattavuuden normalisoituessa

Digia profiloituu tällä hetkellä sektorin alisuorittajien joukkoon ja tuloskäänte on vielä todistamatta, mutta yhtiön hinnoittelu on yksi sektorin edullisimpia. Digia käy muiden alisuorittajien tapaan läpi transformaatiota ja tuloskunto on ollut vaisu, minkä myötä osake on jäänyt sijoittajien näkökulmasta hieman taustalle. Uuden strategian, hyvän markkinakysynnän ja markkinatrendien tukemana arvioimme kannattavuusparannuksen alkavan realisoitua asteittain. Positiivisen kannattavuuskehityksen ja yhtiön ydinvahvuusalueiden kysynnän piristyessä odotamme mielenkiinnon osakkeeseen myös palaavan ja näkyvän arvostustasoissa.

Arviomme mukaan Digian osakkeen arvonmuodostus tulee perustumaan kannattavuuden normalisoitumiseen sekä yhtiön kykyyn saada koottua yhteen kilpailukykyiset tarjoama-alueet. Tällöin voimme myös odottaa liikevaihdon kasvun kiihtyvän ja kannattavuus-potentiaalin realisoituvan. Kannattavuusparannusta ajaa käyttöasteiden paraneminen, yhteisten palveluiden laajempi käyttö, projektiriskin hallinta ja jatkuvien palveluiden kasvu.

Näkemyksemme mukaan Digian arvostusta tukevat seuraavat tekijät:

- Vahvasti kasvavat markkinat
- Markkinatrendit kääntymässä Digian vahvuusalueille suotuisammiksi
- Kannattavuudessa merkittävästi

parannuspotentiaalia

- Varovaiset ennusteemme eivät juurikaan odota liikevaihto- tai kannattavuussynergioita
- Jatkuvat palvelut ja oma tuoteliiketoiminta

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

- Puutteelliset näytöt kannattavuudesta
- Suurten hankkeiden projektiriskit ja asiakkaiden neuvotteluvoima
- Asemoituminen väliinputoajaksi suurten ja pienten toimijoiden väliin
- Omien tuotteiden kilpailukykyyn ylläpitämisen ja/tai parantamisen epäonnistuminen
- Kilpailukyky osaajakilpailussa ja palkkainflaatio
- Nykyisen suotuisan markkinatilanteen kääntyminen
- Yrityskauppojen integraatiot ja uusien korkeat arvostukset

## Vertailuryhmä

Näkemyksemme mukaan Digia tulee asemoida ensisijaisesti murroksen loppupuolella olevana kasvavana IT-palveluyhtiönä, jolla on koko laaja tarjoama, omia tuotteita ja noin puolet jatkuvaa liiketoimintaa. Digialle on löydettävissä hyvä

pohjoismainen vertailuryhmä, mihin arvostusta voidaan peilata ja tukea. Tarkemmin Digiaa voidaan tällä hetkellä verrata myös sektorin IT-murroksesta kärsineisiin tuloksellisiin alisuorittajiin, joilla tuloskäänte on myös vielä todistamatta.

Yleisesti pidämme IT-palveluyhtiöitä edelleen houkuttelevana sektorina omistaa johtuen alan vahvoista kysyntäfundamenteista lähivuosille. IT-palvelusektorin arvostustasot ovat kuitenkin nousseet viimeisen parin vuoden aikana selvästi piristyneen kysyntänäkymien sekä yrityskauppojen vetämänä. Yhtiöiden välisten erojen hajonta on kuitenkin edelleen suhteellisen suurta ja kuvastaa näkemyksemme mukaan yhtiöiden eri strategioita ja niiden implementointien eri vaiheita. IT-markkinan murroksesta kärsineitä yhtiöitä tai heikomman tuloskehityksen yhtiöitä (kuten Innofactor, Digia, Solteq ja Affecto ennen CGI :n ostoa) on hinnoiteltu selvästi muuta joukkoa alemmin ja alle 1x EV/liikevaihto -kertoimen tasolle. Vastaavasti esimerkiksi Vincitin, Goforen ja HiQ:n suhteelliset arvostukset ovat huomattavasti korkeammalla jopa noin 2x EV/liikevaihto – kertoimen tasolla, joka kuvaa yhtiöiden parempaa kannattavuutta ja kasvua. Digiaa hinnoitellaan tulos pohjaisesti noin 20 % alle vertailuryhmän vuosien 2018 ja 2019 kertoimilla. EV/Liikevaihto - kertoimen osalta yhtiön hinnoittelu on rajusti vertailuryhmän tasoa alempi, mikä heijastelee yhtiön verrokkeja heikompaan kannattavuutta. Osinkotuoton vertaaminen verrokkiryhmän sisällä ei välttämättä anna oikeaa kuva arvonluonnista, sillä jotkut investoivat kasvuun, toiset profiloituvat selkeästi osinkoyhtiöiksi ja monet ovat näiden yhdistelmä.

# Arvonmääritys 2/2

## Arvostuskertoimet

Digiaa on viime vuosina hinnoiteltu melko matalilla arvostuskertoimilla johtuen yhtiön aikaisemmasta heikommasta positiosta IT-palvelumarkkinan heikon kasvun alueilla sekä useista tulospettymyksistä. Varovaiset kannattavuusennusteemme, matala arvostus ja positiivinen markkinatilanne huomioiden pidämme osakkeen arvostuskertoimia nyt hyvin maltillisina. Ensisijaisesti käyttämämme arvostuskertoimet Digialle ovat P/E ja EV/EBITDA. Yhtiö ei aktivoi tuotekehitysmenoja, joten EBITDA-kerroin on perusteltu. P/B-luvun informaatioarvo on heikko johtuen palveluihin perustuvasta liiketoimintamallista.

Ennusteillamme Digian tämän ja ensi vuoden P/E-luvut ovat 13x ja 12x, mikä on houkutteleva arvostustaso yhtiön kannattavuuspotentiaali sekä verrokkien ja yhtiön kanssa profiiltaan vastaavien yhtiöiden arvostus huomioiden. EV/EBITDA-kertoimet ovat 9 ja 7x, mitkä ovat myös alle vertailuryhmän ja matalat tulosennusteet huomioiden arvostustaso on houkutteleva. Näkemyksemme mukaan osakkeelle voidaan alkaa hyväksyä sektorin mukaista arvostusta asteittain kannattavuuden parantuessa. Näin ollen arvonnousua ajaa sekä tuloskasvu että hyväksyttävät kertoimet. Mikäli Digia onnistuu nostamaan kannattavuutensa sektorin tasolle (EBITDA-% 10 %), on osakkeessa tuntuvaa nousupotentiaalia, mikä lisää osakkeen kiinnostavuutta.

## DCF-analyysi

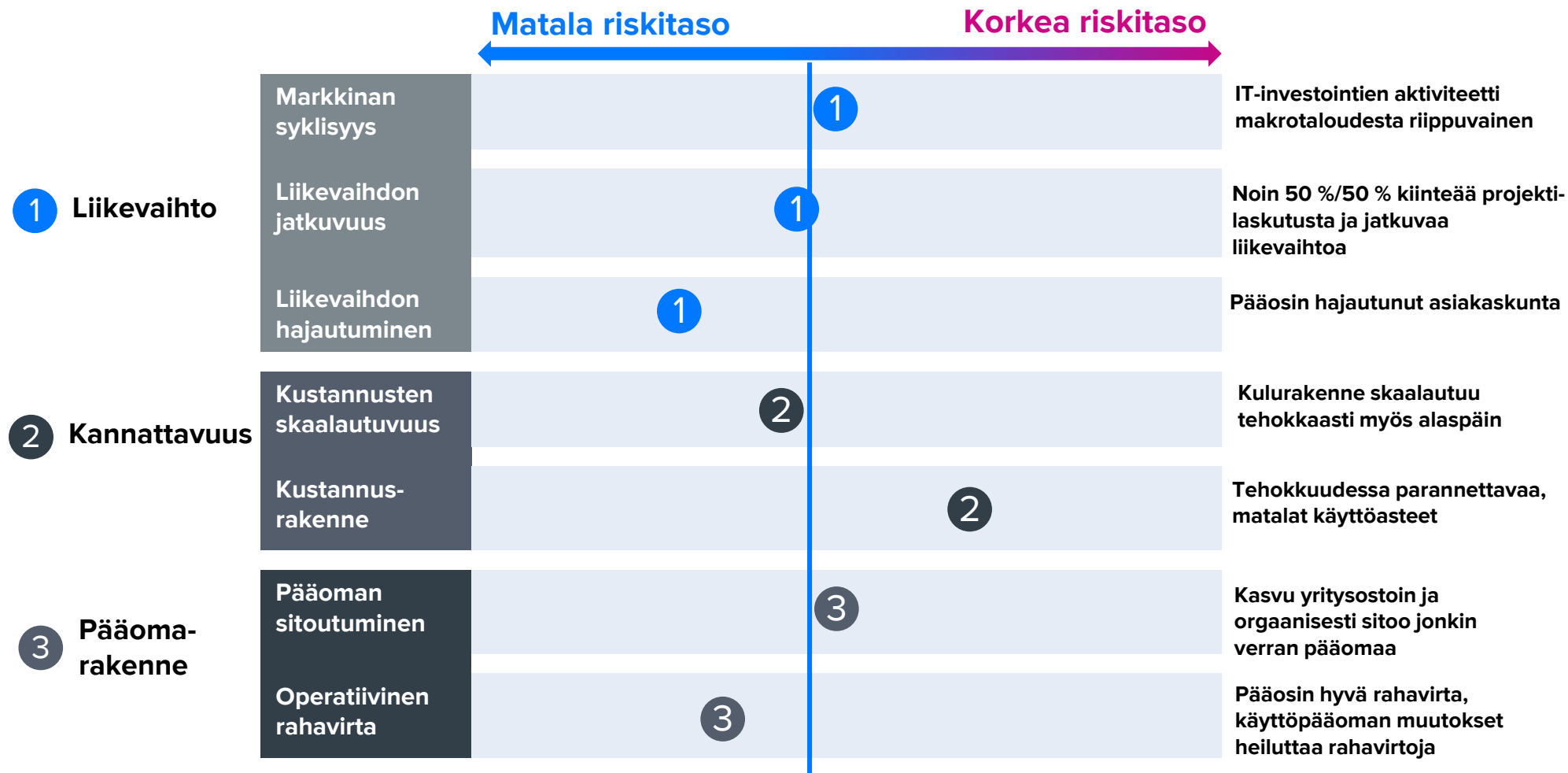
Annamme arvonmäärityksessä rahavirtamalla suuremman painoarvon arvostuskertoimille, koska DCF:ssä suuri osa arvosta muodostuu pitkällä tulevaisuudessa, mihin näkyvyys on rajallinen. DCF-mallimme osakekohtainen arvo Digian osakkeelle on 2,61 euroa. Ennustemallissamme yhtiö kasvaa lähivuosina 2018-2020 10 % - 6 %:n vauhtia ja saavuttaa 7,5 %:n EBITDA-marginaalin. Pitkällä aikavälillä (2020 jälkeen) kasvu laskee asteittain 2 %:n tuntumaan ja EBITDA-% vakiintuu 5 %:n tasolle, jotta pitkän aikavälin oletusten painoarvo mallissa ei nouse liian suureksi. Mallissa ikuisuusoletuksen (terminal-vuosi) painoarvo on 50 %. Rahavirtamallissa käyttämämme pääoman kustannus (WACC) on 8,8 % ja oman pääoman kustannus 10,2 %.

| Yhtiö                         | EV/          |              | EV/S         | P/E          | Osinko tuotto-% |
|-------------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-----------------|
|                               | EV/EBIT      | EBITDA       |              |              |                 |
|                               | 2018e        | 2018e        | 2018e        | 2018e        | 2018e           |
| Solteq                        | 13,1         | 8,7          | 0,9          | 18,8         | 1,3             |
| Innofactor                    | 17,0         | 8,6          | 0,6          | 13,8         |                 |
| Nixu                          | 28,7         | 21,5         | 2,1          | 27,1         | 1,3             |
| Tieto                         | 14,2         | 10,7         | 1,4          | 16,5         | 4,8             |
| Vincit                        | 13,3         | 10,0         | 1,7          | 13,7         | 2,3             |
| Siili                         | 12,1         | 10,6         | 1,1          | 15,8         | 4,1             |
| Gofore                        | 12,9         | 11,4         | 2,1          | 17,1         | 2,3             |
| Acando                        | 10,9         | 10,2         | 1,1          | 14,9         | 5,1             |
| Knowit                        | 10,1         | 9,7          | 1,1          | 13,3         | 3,5             |
| Enea                          | 9,8          | 8,1          | 2,3          | 13,8         | 2,4             |
| Bouvet                        | 12,4         | 10,9         | 1,1          | 17,9         | 3,9             |
| HIQ                           | 16,2         | 15,4         | 2,1          | 21,6         | 4,7             |
| <b>Digia (Inderes)</b>        | <b>10,2</b>  | <b>8,5</b>   | <b>0,6</b>   | <b>13,3</b>  | <b>3,7</b>      |
| <b>Keskiarvo</b>              | <b>14,2</b>  | <b>11,3</b>  | <b>1,5</b>   | <b>17,0</b>  | <b>3,3</b>      |
| <b>Mediaani</b>               | <b>13,0</b>  | <b>10,4</b>  | <b>1,3</b>   | <b>16,2</b>  | <b>3,5</b>      |
| <b>Erotus-% vrt. mediaani</b> | <b>-21 %</b> | <b>-18 %</b> | <b>-55 %</b> | <b>-18 %</b> | <b>4 %</b>      |

Lähde: Reuters / Inderes.

# Riskiprofiili

## Liiketoimintamallin riskiprofiili

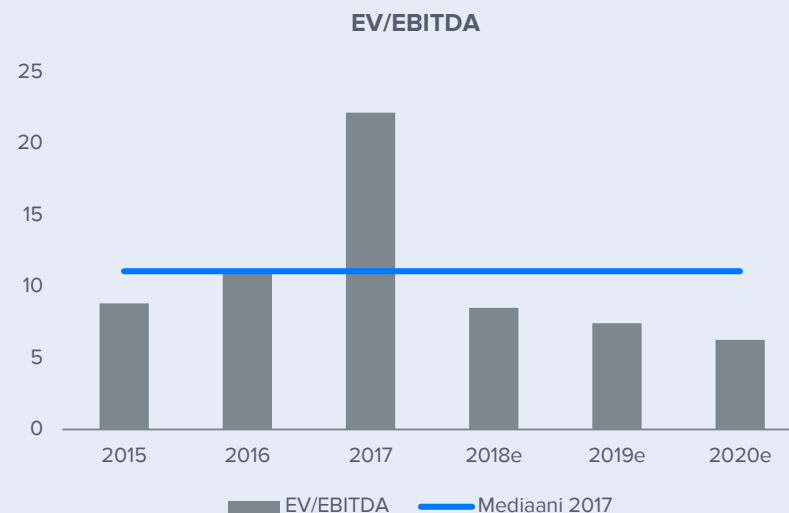
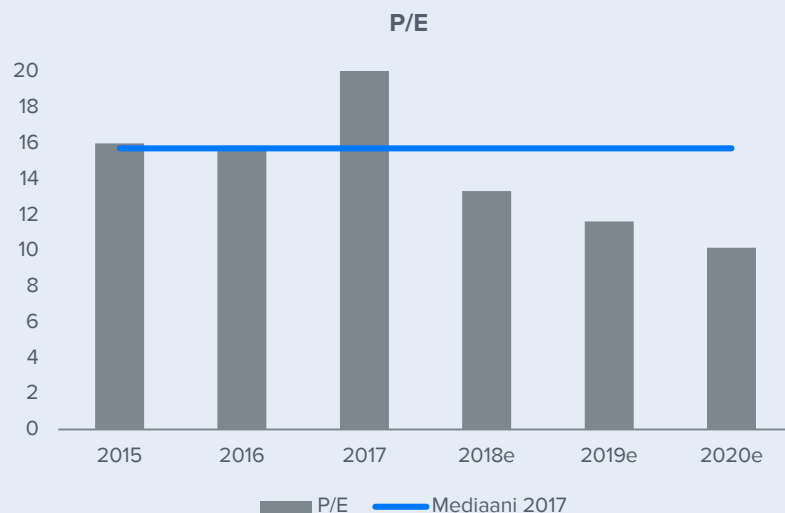


Arvio Digian liiketoiminnan kokonaisriskitasosta

# Arvostus yhteenveto

| Arvostustaso     | 2015   | 2016   | 2017    | 2018e  | 2019e  | 2020e  |
|------------------|--------|--------|---------|--------|--------|--------|
| Osakekurssi      | 3,28   | 3,08   | 2,35    | 2,17   | 2,17   | 2,17   |
| Markkina-arvo    | 68     | 64     | 63      | 58     | 58     | 58     |
| Yritysarvo (EV)  | 75     | 76     | 68      | 61     | 59     | 55     |
| P/E (oik.)       | 13,5   | 15,7   | 65,1    | 13,3   | 11,6   | 10,2   |
| P/E              | 16,0   | 15,7   | 65,1    | 13,3   | 11,6   | 10,2   |
| P/Kassavirta     | -1,6   | 8,5    | 6,9     | 16,6   | 12,2   | 9,0    |
| P/B              | 1,7    | 1,9    | 1,4     | 1,2    | 1,2    | 1,1    |
| P/S              | 0,8    | 0,7    | 0,7     | 0,6    | 0,5    | 0,5    |
| EV/Liikevaihto   | 0,9    | 0,9    | 0,7     | 0,6    | 0,5    | 0,5    |
| EV/EBITDA        | 8,8    | 11,1   | 22,2    | 8,5    | 7,4    | 6,3    |
| EV/EBIT          | 11,3   | 14,0   | 36,9    | 10,2   | 8,8    | 7,4    |
| Osinko/tulos (%) | 39,0 % | 40,8 % | 110,8 % | 49,1 % | 53,6 % | 56,2 % |
| Osinkotuotto-%   | 2,4 %  | 2,6 %  | 1,7 %   | 3,7 %  | 4,6 %  | 5,5 %  |

Lähde: Inderes



# Verrokkiryhmän arvostus

| Yhtiö                         | Osakekurssi | Markkina-arvo<br>MEUR | Yritysarvo<br>MEUR | EV/EBIT      |              | EV/EBITDA    |              | EV/Liikevaihto |              | P/E          |              | Osinkotuotto-<br>% |             | P/B<br>2018e |
|-------------------------------|-------------|-----------------------|--------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|----------------|--------------|--------------|--------------|--------------------|-------------|--------------|
|                               |             |                       |                    | 2018e        | 2019e        | 2018e        | 2019e        | 2018e          | 2019e        | 2018e        | 2019e        | 2018e              | 2019e       |              |
| Solteq                        | 1,52        | 28                    | 52                 | 13,1         | 13,1         | 8,7          | 8,7          | 0,9            | 0,9          | 18,8         | 13,6         | 1,3                | 2,7         | 1,3          |
| Innofactor                    | 0,83        | 30                    | 44                 | 17,0         | 12,0         | 8,6          | 7,0          | 0,6            | 0,6          | 13,8         | 9,2          |                    | 0,4         | 1,1          |
| Nixu                          | 11,70       | 85                    | 86                 | 28,7         | 17,2         | 21,5         | 14,4         | 2,1            | 1,9          | 27,1         | 18,2         | 1,3                | 1,9         | 3,9          |
| Tieto                         | 28,86       | 2168                  | 2320               | 14,2         | 13,5         | 10,7         | 10,4         | 1,4            | 1,4          | 16,5         | 15,9         | 4,8                | 5,0         | 4,4          |
| Vincit                        | 7,10        | 79                    | 80                 | 13,3         | 10,0         | 10,0         | 10,0         | 1,7            | 1,5          | 13,7         | 11,9         | 2,3                | 2,6         | 5,6          |
| Siili                         | 11,75       | 83                    | 75                 | 12,1         | 10,6         | 10,6         | 9,3          | 1,1            | 1,0          | 15,8         | 14,0         | 4,1                | 5,4         | 3,6          |
| Gofore                        | 8,70        | 111                   | 103                | 12,9         | 9,3          | 11,4         | 9,3          | 2,1            | 1,6          | 17,1         | 13,4         | 2,3                | 3,0         | 5,0          |
| Acando                        | 29,00       | 300                   | 297                | 10,9         | 9,9          | 10,2         | 9,3          | 1,1            | 1,1          | 14,9         | 13,4         | 5,1                | 5,6         | 2,4          |
| Knowit                        | 166,20      | 324                   | 327                | 10,1         | 9,3          | 9,7          | 9,0          | 1,1            | 1,0          | 13,3         | 12,1         | 3,5                | 4,1         | 3,0          |
| Enea                          | 85,40       | 163                   | 140                | 9,8          | 9,3          | 8,1          | 7,9          | 2,3            | 2,2          | 13,8         | 13,4         | 2,4                | 3,2         | 1,9          |
| Bouvet                        | 218,00      | 233                   | 211                | 12,4         | 10,9         | 10,9         | 9,7          | 1,1            | 1,0          | 17,9         | 15,8         | 3,9                | 3,9         |              |
| HIQ                           | 73,10       | 412                   | 392                | 16,2         | 14,7         | 15,4         | 14,1         | 2,1            | 1,9          | 21,6         | 19,7         | 4,7                | 5,0         | 5,0          |
| <b>Digia (Inderes)</b>        | <b>2,17</b> | <b>58</b>             | <b>61</b>          | <b>10,2</b>  | <b>8,8</b>   | <b>8,5</b>   | <b>7,4</b>   | <b>0,6</b>     | <b>0,5</b>   | <b>13,3</b>  | <b>11,6</b>  | <b>3,7</b>         | <b>4,6</b>  | <b>1,2</b>   |
| <b>Keskiarvo</b>              |             |                       |                    | <b>14,2</b>  | <b>11,6</b>  | <b>11,3</b>  | <b>9,9</b>   | <b>1,5</b>     | <b>1,3</b>   | <b>17,0</b>  | <b>14,2</b>  | <b>3,3</b>         | <b>3,6</b>  | <b>3,4</b>   |
| <b>Mediaani</b>               |             |                       |                    | <b>13,0</b>  | <b>10,7</b>  | <b>10,4</b>  | <b>9,3</b>   | <b>1,3</b>     | <b>1,2</b>   | <b>16,2</b>  | <b>13,5</b>  | <b>3,5</b>         | <b>3,6</b>  | <b>3,6</b>   |
| <b>Erutus-% vrt. mediaani</b> |             |                       |                    | <b>-21 %</b> | <b>-18 %</b> | <b>-18 %</b> | <b>-20 %</b> | <b>-55 %</b>   | <b>-57 %</b> | <b>-18 %</b> | <b>-14 %</b> | <b>4 %</b>         | <b>29 %</b> | <b>-66 %</b> |

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

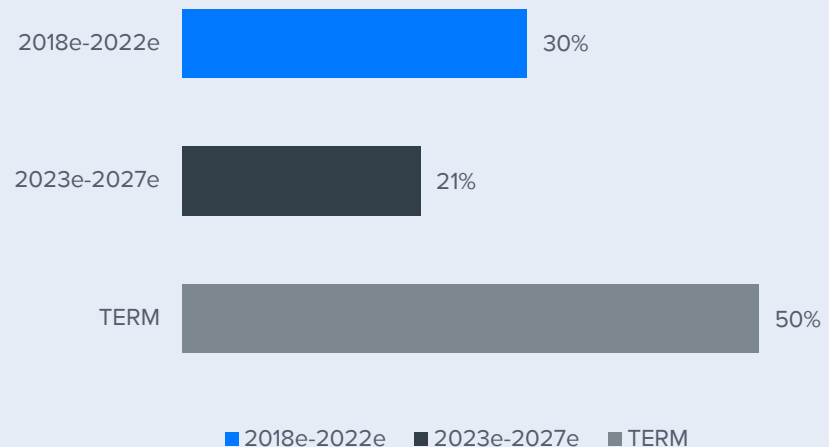
# DCF-kassavirtalaskelma

| Kassavirtalaskelma (MEUR)                      | 2017        | 2018e       | 2019e       | 2020e       | 2021e       | 2022e       | 2023e       | 2024e       | 2025e       | 2026e       | 2027e       | TERM        |
|------------------------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| <b>Liikevoitto</b>                             | <b>1,8</b>  | <b>6,0</b>  | <b>6,7</b>  | <b>7,4</b>  | <b>8,0</b>  | <b>7,7</b>  | <b>7,3</b>  | <b>6,8</b>  | <b>6,3</b>  | <b>5,7</b>  | <b>5,8</b>  |             |
| + Kokonaispoistot                              | 1,2         | 1,2         | 1,2         | 1,4         | 1,3         | 1,1         | 1,0         | 0,9         | 0,8         | 0,7         | 0,6         |             |
| - Maksetut verot                               | -0,3        | -1,1        | -1,3        | -1,4        | -1,6        | -1,5        | -1,5        | -1,4        | -1,3        | -1,1        | -1,2        |             |
| - verot rahoituskuluista                       | -0,1        | -0,1        | -0,1        | -0,1        | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |             |
| + verot rahoitustuotoista                      | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |             |
| - Käyttöpääoman muutos                         | 1,9         | -0,4        | 0,1         | 0,1         | 0,1         | 0,1         | 0,1         | 0,1         | 0,1         | 0,1         | 0,0         |             |
| <b>Operatiivinen kassavirta</b>                | <b>4,5</b>  | <b>5,6</b>  | <b>6,7</b>  | <b>7,4</b>  | <b>7,8</b>  | <b>7,4</b>  | <b>7,0</b>  | <b>6,4</b>  | <b>5,9</b>  | <b>5,3</b>  | <b>5,2</b>  |             |
| + Korottomien pitkä aik. velk. lis.            | 0,6         | -0,1        | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |             |
| - Bruttoninvestoinnit                          | -8,0        | -2,0        | -1,9        | -0,9        | -0,6        | -0,5        | -0,5        | -0,3        | -0,2        | -0,1        | 1,0         |             |
| <b>Vapaa operatiivinen kassavirta</b>          | <b>-2,9</b> | <b>3,5</b>  | <b>4,8</b>  | <b>6,5</b>  | <b>7,2</b>  | <b>7,0</b>  | <b>6,5</b>  | <b>6,1</b>  | <b>5,6</b>  | <b>5,1</b>  | <b>6,2</b>  |             |
| +/- Muut                                       | 12,0        | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |             |
| Vapaa kassavirta                               | 9,1         | 3,5         | 4,8         | 6,5         | 7,2         | 7,0         | 6,5         | 6,1         | 5,6         | 5,1         | 6,2         | 85,8        |
| Diskontattu vapaa kassavirta                   |             | 3,3         | 4,1         | 5,1         | 5,2         | 4,6         | 4,0         | 3,4         | 2,9         | 2,4         | 2,7         | 37,3        |
| <b>Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta</b> |             | <b>75,1</b> | <b>71,8</b> | <b>67,7</b> | <b>62,6</b> | <b>57,4</b> | <b>52,7</b> | <b>48,8</b> | <b>45,4</b> | <b>42,5</b> | <b>40,0</b> | <b>37,3</b> |
| <b>Velaton arvo DCF</b>                        |             | <b>75,1</b> |             |             |             |             |             |             |             |             |             |             |
| - Korolliset velat                             |             | -16,6       |             |             |             |             |             |             |             |             |             |             |
| + Rahavarat                                    |             | 11,5        |             |             |             |             |             |             |             |             |             |             |
| -Vähemmistöosuus                               |             | 0,0         |             |             |             |             |             |             |             |             |             |             |
| -Osinko/pääomapalautus                         |             | 0,0         |             |             |             |             |             |             |             |             |             |             |
| <b>Oman pääoman arvo DCF</b>                   |             | <b>70,0</b> |             |             |             |             |             |             |             |             |             |             |
| <b>Oman pääoman arvo DCF per osake</b>         |             | <b>2,61</b> |             |             |             |             |             |             |             |             |             |             |

## Pääoman kustannus (WACC)

|                                     |        |
|-------------------------------------|--------|
| Vero-% (WACC)                       | 20,0 % |
| Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E) | 25,0 % |
| Vieraan pääoman kustannus           | 6,0 %  |
| Yrityksen Beta                      | 1,30   |
| Markkinoiden riski-preemio          | 4,75 % |
| Likviditeettipreemio                | 1,00 % |
| Riskitön korko                      | 3,0 %  |
| Oman pääoman kustannus              | 10,2 % |
| Pääoman keskim. kustannus (WACC)    | 8,8 %  |

## Rahavirran jakauma jaksoittain

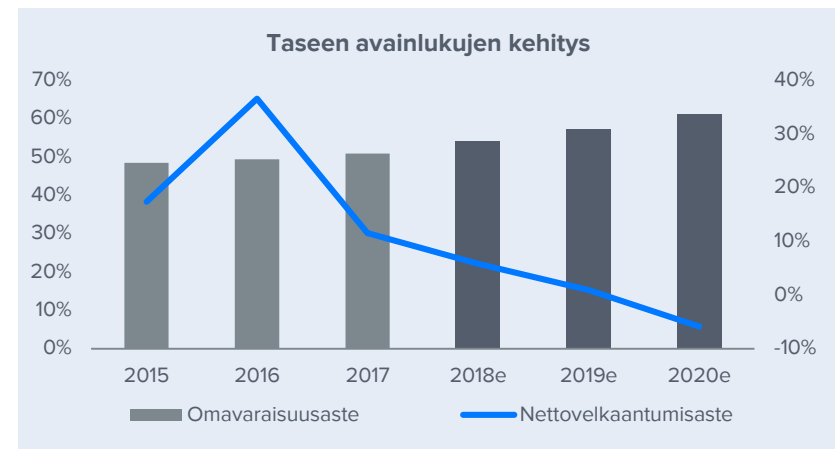
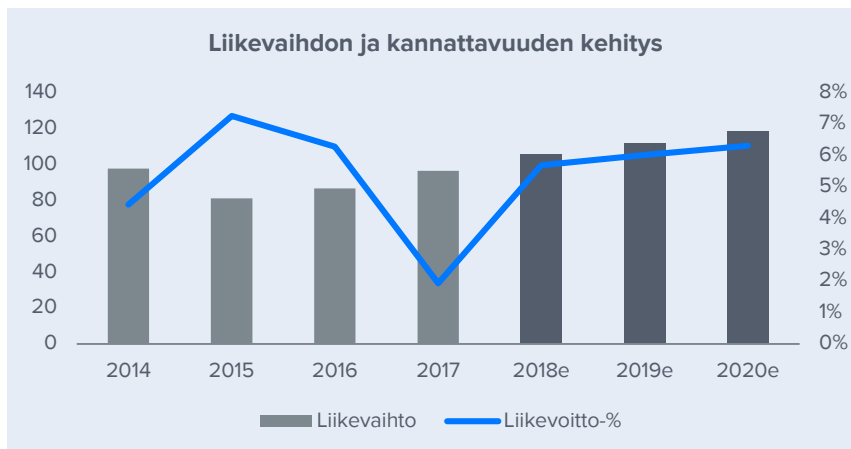


# Tuloslaskelma ja tase

| (MEUR)                                 | 2015        | 2016        | 2017        | 2018e       | 2019e       | 2020e       |
|----------------------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| <b>Liikevaihto</b>                     | <b>81</b>   | <b>86</b>   | <b>96</b>   | <b>105</b>  | <b>111</b>  | <b>118</b>  |
| Kulut                                  | -73         | -80         | -93         | -98         | -103        | -109        |
| <b>EBITDA</b>                          | <b>7,7</b>  | <b>6,9</b>  | <b>3,1</b>  | <b>7,2</b>  | <b>7,9</b>  | <b>8,8</b>  |
| Poistot                                | -1,9        | -1,4        | -1,2        | -1,2        | -1,2        | -1,4        |
| <b>Liikevoitto</b>                     | <b>5,9</b>  | <b>5,4</b>  | <b>1,8</b>  | <b>6,0</b>  | <b>6,7</b>  | <b>7,4</b>  |
| <i>Liikevoiton kertaerät</i>           | -0,8        | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |
| <i>Liikevoitto ilman kertaeriä</i>     | 6,7         | 5,4         | 1,8         | 6,0         | 6,7         | 7,4         |
| Rahoituserät                           | -1,5        | -1,5        | -1,6        | -1,2        | -0,8        | -0,3        |
| Osuus osakkuusyrityiden tuloksesta     | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |
| <b>Voitto ennen veroja</b>             | <b>5,3</b>  | <b>5,1</b>  | <b>1,2</b>  | <b>5,5</b>  | <b>6,3</b>  | <b>7,2</b>  |
| Muut erät                              | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |
| Verot                                  | -1,1        | -1,1        | -0,2        | -1,1        | -1,3        | -1,4        |
| Vähemmistöosuus                        | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |
| <b>Nettotulos</b>                      | <b>4,3</b>  | <b>4,1</b>  | <b>1,0</b>  | <b>4,4</b>  | <b>5,0</b>  | <b>5,7</b>  |
| <i>Nettotulos ilman kertaeriä</i>      | 5,1         | 4,1         | 1,0         | 4,4         | 5,0         | 5,7         |
| Satunnaiset erät                       | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         | 0,0         |
| <b>Tilikauden tulos</b>                | <b>4,3</b>  | <b>4,1</b>  | <b>1,0</b>  | <b>4,4</b>  | <b>5,0</b>  | <b>5,7</b>  |
| <i>Osakekohtainen tulos</i>            | <i>0,20</i> | <i>0,20</i> | <i>0,04</i> | <i>0,16</i> | <i>0,19</i> | <i>0,21</i> |
| <b>Osakekohtainen tulos (oikaistu)</b> | <b>0,24</b> | <b>0,20</b> | <b>0,04</b> | <b>0,16</b> | <b>0,19</b> | <b>0,21</b> |

| Vastaavaa (MEUR)            | 2015      | 2016      | 2017      | 2018e     | 2019e     |
|-----------------------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| <b>Pysyvät vastaavat</b>    | <b>54</b> | <b>45</b> | <b>52</b> | <b>53</b> | <b>54</b> |
| Liikearvo                   | 45        | 41        | 46        | 46        | 46        |
| Aineettomat oikeudet        | 6         | 1         | 2         | 3         | 3         |
| Käyttöomaisuus              | 2         | 2         | 3         | 3         | 4         |
| Sijoitukset                 |           |           |           |           |           |
| osakkuusyrityksiin          | 0         | 0         | 0         | 0         | 0         |
| Muut sijoitukset            | 1         | 1         | 0         | 1         | 1         |
| Muut pitkäaikaiset varat    | 0         | 0         | 0         | 0         | 0         |
| Laskennalliset verosaamiset | 0         | 0         | 0         | 0         | 0         |
| <b>Vaihtuvat vastaavat</b>  | <b>30</b> | <b>21</b> | <b>34</b> | <b>35</b> | <b>35</b> |
| Varastot                    | 0         | 0         | 0         | 0         | 0         |
| Muut lyhytaikaiset varat    | 0         | 0         | 0         | 0         | 0         |
| Myyntisaamiset              | 24        | 19        | 22        | 24        | 26        |
| Likvidit varat              | 6         | 2         | 12        | 10        | 9         |
| <b>Taseen loppusumma</b>    | <b>84</b> | <b>66</b> | <b>87</b> | <b>88</b> | <b>88</b> |

| Vastattavaa (MEUR)             | 2015      | 2016      | 2017      | 2018e     | 2019e     |
|--------------------------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| <b>Oma pääoma</b>              | <b>41</b> | <b>33</b> | <b>44</b> | <b>48</b> | <b>51</b> |
| Osakepääoma                    | 2         | 2         | 2         | 2         | 2         |
| Kertyneet voittovarot          | -6        | -4        | -5        | -2        | 1         |
| Omat osakkeet                  | 0         | 0         | 0         | 0         | 0         |
| Uudelleenarvostusrahasto       | 8         | 0         | 0         | 0         | 0         |
| Muu oma pääoma                 | 37        | 35        | 47        | 47        | 47        |
| Vähemmistöosuus                | 0         | 0         | 0         | 0         | 0         |
| <b>Pitkäaikaiset velat</b>     | <b>9</b>  | <b>9</b>  | <b>14</b> | <b>11</b> | <b>8</b>  |
| Laskennalliset verovelat       | 0         | 0         | 0         | 0         | 0         |
| Varaukset                      | 0         | 0         | 0         | 0         | 0         |
| Lainat rahoituslaitoksilta     | 8         | 9         | 13        | 10        | 7         |
| Vaihtovelkakirjalainat         | 0         | 0         | 0         | 0         | 0         |
| Muut pitkäaikaiset velat       | 1         | 0         | 1         | 1         | 1         |
| <b>Lyhytaikaiset velat</b>     | <b>34</b> | <b>24</b> | <b>29</b> | <b>30</b> | <b>30</b> |
| Lainat rahoituslaitoksilta     | 5         | 5         | 4         | 3         | 2         |
| Lyhytaikaiset korottomat velat | 29        | 20        | 25        | 26        | 28        |
| Muut lyhytaikaiset velat       | 0         | 0         | 0         | 0         | 0         |
| <b>Taseen loppusumma</b>       | <b>84</b> | <b>66</b> | <b>87</b> | <b>88</b> | <b>88</b> |



# Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

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

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

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

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

Inderes antaa seuraamilleen osakkeille tavoitehinnan. Inderesin käyttämä suositusmetodologia perustuu osakkeen tämänhetkisen hinnan ja 12 kuukauden tavoitehintamme väliseen prosenttiero. Suosituspolitiikka on neliportainen suosituksiin myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään neljä 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 arvonmäärittämenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF) ja lisäarvomalli (EVA), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa - analyysi. Käytettävät arvonmäärittämenetelmät ja tavoitehinnan perusteet ovat aina yhtiökohtaisia ja voivat vaihdella merkittävästi riippuen yhtiöstä ja (tai) toimialasta.

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

|         |        |
|---------|--------|
| Osta    | >15 %  |
| Lisää   | 5-15 % |
| Vähennä | -5-5 % |
| Myy     | < -5 % |

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

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

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

## Suositushistoria

| Päivämäärä | Suositus | Tavoite | Osakekurssi |
|------------|----------|---------|-------------|
| 2.3.2018   | Lisää    | 2,40 €  | 2,17 €      |



# Inderes



**2015**

Ennustetarkkuus



**2014, 2016, 2017**

Suosituustarkkuus



**2014, 2015, 2016**

Suositus- ja  
ennustetarkkuus



**2012, 2016**

Suosituustarkkuus



**2012, 2016, 2017**

Suositus- ja  
ennustetarkkuus



**2017**

Suosituustarkkuus



**2017**

Suosituustarkkuus

Inderes on suomalainen pankeista riippumaton analyysipalvelu. Löydämme sijoittajille parhaat sijoituskohteet ja teemme pörssistä paremman markkinapaikan yhdistämällä sijoittajat ja yhtiöt huippulaadukkaan osakeanalyysin avulla. Inderesin aamukatsaus, mallisalkku ja palkittuihin analyyseihin pohjautuvat suositukset tavoittavat päivittäin yli 30 000 kotimaista osakesijoittajaa. Helsingin pörssin kattavin aktiivinen osakeseurantamme sisältää yli 90 kotimaista pörssiyhtiötä, joita analysoimme päivittäin yli 10 analyytikon tiimillä.

## Inderes Oy

Itämerentori 2

00180 Helsinki

+358 10 219 4690

[twitter.com/inderes](https://twitter.com/inderes)

Palkittua analyysiä osoitteessa [www.inderes.fi](http://www.inderes.fi)

**Analyysi kuuluu  
kaikille.**

[www.inderes.fi](http://www.inderes.fi)