

# Siili Solutions

Laaja raportti

13.06.2024 8.45 EEST



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

✓ Inderes Yhtiöasiakas

inde  
res.

# Strategia tarkentunut vahvuuksien ympärille

Siili on viimeisien vuosien aikana näyttänyt hyvää kasvua ja kannattavuutta, erityisesti kansainvälisissä toiminnoissa. Haastava markkina kuitenkin katkaisi hyvän trendin. Viime vuonna yhtiö tarkensi strategiaansa ja vahvisti toimiala- sekä asiakasfokusta, mikä perustuu yhtiön luonnollisten vahvuuksien ympärille. Tämä antaa hyvät lähtökohdat jälleen vahvemmalle ja kannattavammalle kasvulle, kun markkina antaa vetoapua. Lyhyellä aikavälillä markkina kuitenkin rajoittaa kehitystä ja ennusteemme ovat siten, jopa selvästi alle taloudellisten tavoitteiden. Osakkeen arvostus (2024e EV/EBIT 9x) on lyhyen aikavälin tuotto/riski -suhteella neutraali. Toistamme vähennä-suosituksen ja laskemme tavoitehinnan 8,60 euroon (aik. 9,3 €) heijastellen ennustemuutoksia.

## Siilillä on todistettu perusta kannattavalle kasvulle

Siili kasvoi 2010-luvulla nopeasti Suomen IT-palvelumarkkinan keskisuurten toimijoiden joukkoon asemoimalla tarjoomansa IT-markkinan kasvaville alueille, menestymällä osajakilpailussa ja tekemällä onnistuneita yrityskauppoja. Siilin ydin perustuu digitaaliseen kokemukseen, minkä lisäksi yhtiöllä on fokuksitoimintoja Suomessa ja kansainvälisesti. Vuosikymmenen lopulla yhtiö rakensi perustan kansainväliselle kasvuvaiheelle ja käänsi kannattavuuden hyvälle tasolle. Viime vuosina kansainväliset liiketoiminnot ovat vetäneet kasvua ja vastaavat lähes 30 % liikevaihdosta.

## Strategiassa vahvempi toimiala- ja asiakasfokus

Siilin strategia on tarkentunut aina väliajoin ja vuoden 2023 alusta yhtiö organisoitui [toimialakohtaisesti](#) ja kertoi hakevansa syvempiä asiakkuuksia. Siilin strategiset painopistealueet ovat 1) toimialoittain julkishallinto, finanssi, teollisuus ja palvelut sekä autoteollisuus, 2) markkinoittain Suomi, UK, Hollanti ja Saksa sekä kohdeasiakkaita suuret ja keskisuuret asiakkaat korkealla digimaturiteetilla. Strategian tarkentuminen toimialoittain on luonnollista, sillä se rakentuu yhtiön vahvuuksien ympärille ja mahdollistaa samalla paremmin asiakaskoon kasvattamisen sekä kumppanuuden syventämisen. Markkinafokus on nykyisissä markkinoissa, mikä parantaa onnistumisen todennäköisyyttä. Strategian tarkennuksen implementointi vie aikaa, mutta tässä tilanteessa sen pitäisi olla suhteellisen mutkaton ja positiivisen kehityksen näkyä viimeistään kun markkinatilanne paranee.

## Markkinatilanne luo haasteita kehitykseen lyhyellä aikavälillä, pitkällä aikavälillä näkymät edelleen hyvät

Viime vuosi oli Siilille vaikea, kun markkinan heikkous iski erityisesti Siilin tärkeille osa-alueille ja yhtiö joutui toteuttamaan kahdet muutosneuvottelut. Asiakashintapaine rajoittaa kehitystä ja mitä pidempään se jatkuu, niin sitä kauemmin palautuminen myös kestää. Siilin taloudelliset tavoitteet (20 %:n liikevaihdon kasvu ja 12 %:n EBITA-% 2023–26) ovat ajalta ennen markkinatilanteen heikentymistä ja ovat nykyisessä markkinatilanteessa epärealistiset lyhyellä aikavälillä. Odotamme orgaanisen kasvun jäävän tavoitteista (10 %) markkinatilanteen rajoittamana ja olevan -5 %, +4 % ja +6 % vuosina 2024–26. Odotamme yhtiön vauhdittavan kasvua jälleen yritysostoin. EBITA-%:n odotamme olevan 6–7 %:n tasolla negatiivisen asiakashinta- sekä palkkainflaatio-yhtälön rajoittamana vuosina 2024–2026. Pitkällä aikavälillä pidämme tavoitetasoja realistisina, mutta ne vaativat vetoapua ensiksi markkinalta ja Suomen toiminnoilta.

## Tuotto/riski -suhde ei houkuttele, mutta pitkällä aikavälillä potentiaalia piisaa mikäli yhtiö palaa aiempaan trendiin

Ennusteillamme vuosien 2024–25 EV/EBITA-kerroin on 9x ja 8x tai keskimäärin 10 % alle suomalaisten verrokkien. Arvostus on haastava lyhyellä aikavälillä, kun huomioidaan markkinan luomat haasteet, haasteiden keston ja syvyyden epävarmuus sekä tulosvaroitusriskit. Matala 0,57x EV/liikevaihto-kerroin ja kassavirtalaskelma (11,1 euroa) kuvaavat potentiaalia kannattavuuden normalisoituessa. Talouden ja IT-palvelumarkkinan elpyessä on yhtiön operatiivisessa suorittamisessa ja osakkeessa selvää nousuvaraa, mutta vielä ei ole sen aika.

## Suositus

### Vähennä

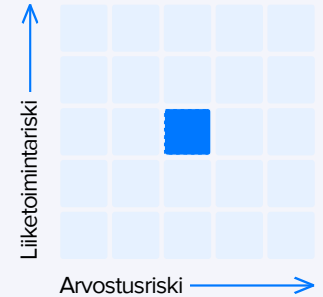
(aik. Vähennä)

**8,60 EUR**

(aik. 9,30 EUR)

### Osakekurssi:

8,04



## Avainluvut

	2023	2024e	2025e	2026e
<b>Liikevaihto</b>	123	117	122	129
<b>kasvu-%</b>	4 %	-4 %	4 %	6 %
<b>EBIT oik.</b>	8,4	7,5	8,4	10,0
<b>EBIT-% oik.</b>	6,9 %	6,4 %	6,9 %	7,7 %
<b>Nettotulos</b>	5,0	4,0	5,1	6,5
<b>EPS (oik.)</b>	0,66	0,66	0,77	0,94

<b>P/E (oik.)</b>	14,2	12,2	10,4	8,5
<b>P/B</b>	1,8	1,5	1,4	1,3
<b>Osinkotuotto-%</b>	2,8 %	3,7 %	4,4 %	5,0 %
<b>EV/EBIT (oik.)</b>	9,1	8,8	7,6	5,9
<b>EV/EBITDA</b>	6,6	5,9	5,2	4,2
<b>EV/Liikevaihto</b>	0,65	0,57	0,52	0,45

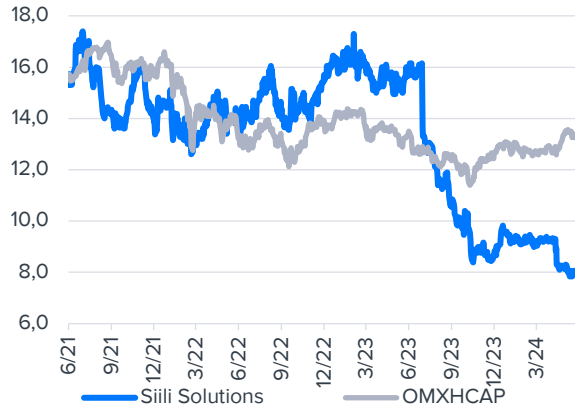
Lähde: Inderes

## Ohjeistus

(Ennallaan)

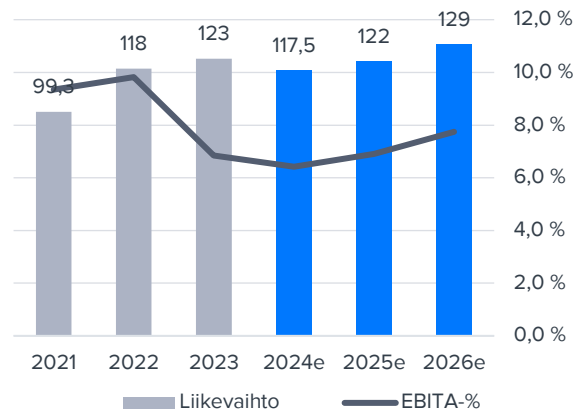
Siili arvioi vuoden 2024 liikevaihdon olevan 120–140 MEUR ja EBITAn 7,5–10,5 MEUR, mikä tarkoittaa -2 - +14%:n liikevaihdon kehitystä ja 6,3-8,8 %:n EBITA-marginaalia (2023 EBITA 8,4 MEUR).

## Osakekurssi



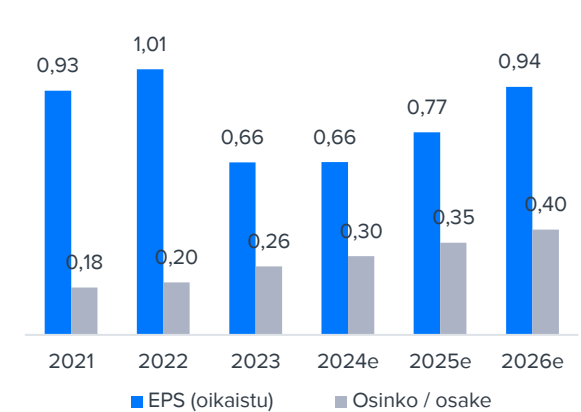
Lähde: Millstream Market Data AB

## Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

## Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes



### Arvoajurit

- Arvonluonti orgaanisen kasvun kautta, jota ajaa erityisesti kansainvälistyminen, mutta myös julkinen sektori
- Kannattavuusparannus keskipitkällä aikavälillä
- Sektorin kysyntänäkymät hyvät keskipitkällä ja pitkällä aikavälillä
- Yritysosot



### Riskitekijät

- Markkinatilanteen negatiivinen vaikutus Siilin kysyntään ja katteisiin
- Palkkainflaation ja asiakashintojen epäsuotuisa kehitys
- Kansainvälistymisen epäonnistuminen
- Johtoryhmän suuri vaihtuvuus viime vuosina
- Yrityskauppojen epäonnistuminen
- Organisaation kyky uudistua

Arvostustaso	2024e	2025e	2026e
Osakekurssi	8,04	8,04	8,04
Osakemäärä, milj. kpl	8,11	8,11	8,11
Markkina-arvo	65	65	65
Yritysarvo (EV)	67	63	59
P/E (oik.)	12,2	10,4	8,5
P/E	16,4	12,9	10,1
P/B	1,5	1,4	1,3
P/S	0,6	0,5	0,5
EV/Liikevaihto	0,6	0,5	0,5
EV/EBITDA	5,9	5,2	4,2
EV/EBIT (oik.)	8,8	7,6	5,9
Osinko/tulos (%)	61,1%	56,0%	50,1%
Osinkotuotto-%	3,7%	4,4%	5,0%

Lähde: Inderes

# Siili Solutions lyhyesti

Siili on teknologiariippumaton digitalisaatoratkaisujen asiantuntijayritys. Yhtiön ratkaisualueet kattavat kokonaisvaltaisten IT-ratkaisujen toimituksen. Siilin palveleamat asiakassektorit ovat julkishallinto, finanssi, teollisuus ja palvelut sekä autoteollisuus. Yhtiöllä on yksiköitä pääosin Euroopassa ja muutama Yhdysvalloissa.

## 2005

Perustamisvuosi

## 2012

Listautuminen First Northiin (päälista 2016)

## 123 MEUR (+4 % vs. 2022)

Liikevaihto 2023

## 8,7 MEUR (6,9 % lv:sta)

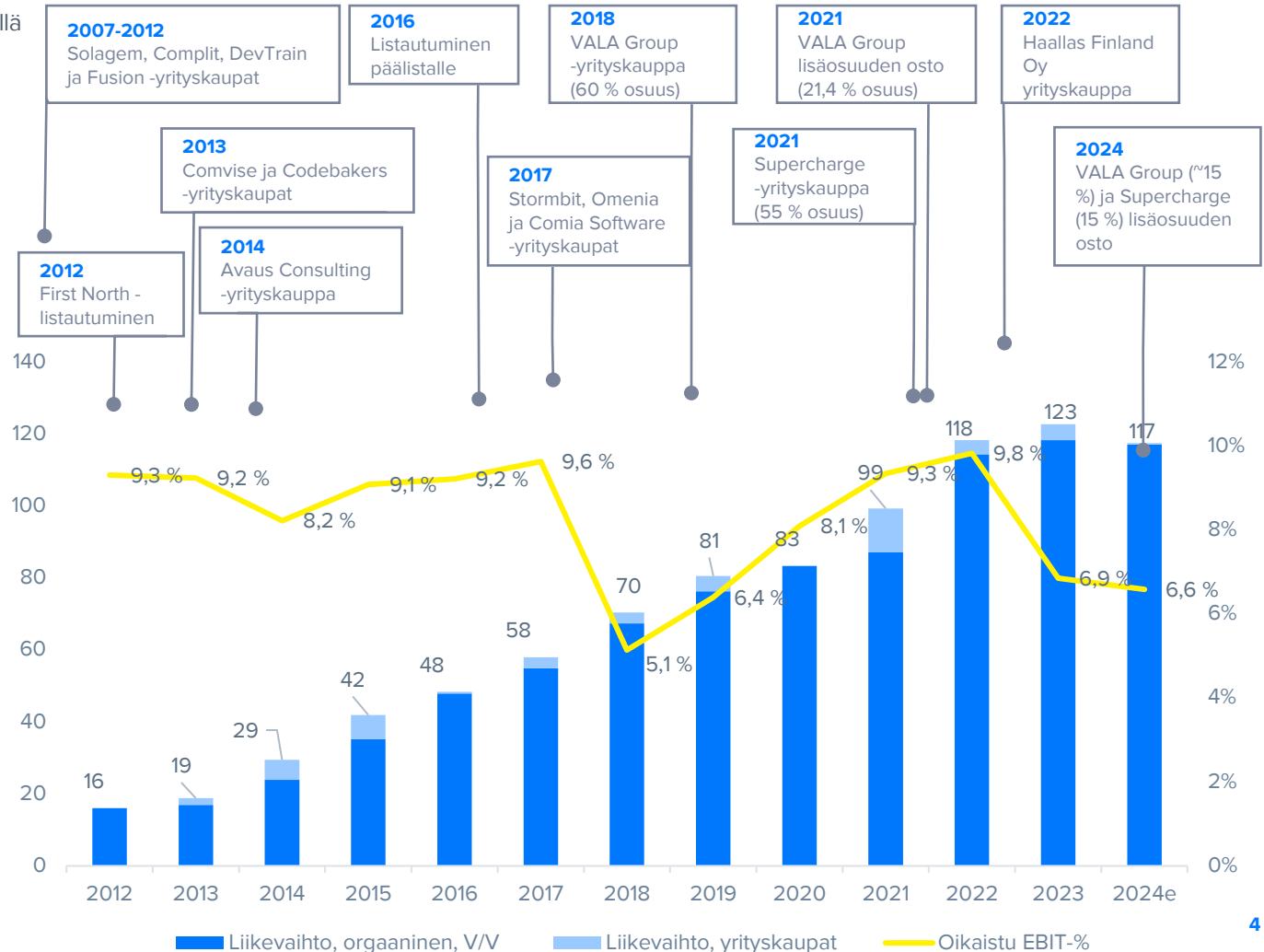
Oik. EBITA 2023

## 27 %

Kansainvälisen liikevaihdon osuus 2023

## 973

Henkilöstö Q1 2024 lopussa



Lähde: Siili / Inderes

# Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	<b>6-14</b>
IT-palvelumarkkinat	<b>15-27</b>
Kilpailu	<b>28-34</b>
Strategia	<b>35-38</b>
Historiallinen kehitys	<b>39-40</b>
Ennusteet	<b>41-45</b>
Sijoitusprofiili	<b>46-47</b>
Arvonmääritys	<b>48-53</b>
Taulukot	<b>54-57</b>
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	<b>58</b>

# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 1/5

## Digitalisaation asiantuntijayritys

Siili on vuonna 2005 perustettu teknologiariippumaton ohjelmistojärjestelmien suunnitteluun ja tekniseen toteutukseen erikoistunut konsulttiyritys.

Siilin juuret ovat ohjelmistokehittäjien resurssivuokrauksessa, mistä Siili on viimeisen kymmenen vuoden aikana kasvanut kokonaisvaltaiseksi IT-palvelutaloksi ja ratkaisutoimittajaksi yrityskaupoin ja osaamisalueitaan laajentamalla. Yhtiön nykyiset ratkaisualueet kattavat osaajaresurssien vuokrauksen, asiakasräättälöityjen uusien digipalveluiden suunnittelun ja kehityksen, kokonaisvaltaisten IT-ratkaisujen toimituksen, ohjelmistoautomaation, ohjelmiston laadunvarmistuksen ja testauksen, pilvi- ja jatkuvat palvelut ja autoteollisuuden digitalisaatoratkaisut.

Siili on vajaan 1000 osaajan henkilöstöllä ja noin 120 MEUR liikevaihdolla yksi useista Suomen IT-markkinan keskisuurista menestyneistä toimijoista, jotka onnistuivat viime vuosikymmenellä kasvamaan merkittävään kokoluokkaan panostamalla IT-markkinan kasvavalle uusien digipalveluiden alueelle. Siilillä on historiasta hyvät näytöt sen kyvystä reagoida IT-markkinan trendeihin ja yhtiö on laajentunut yritysostoin onnistuneesti markkinan kasvualueille sekä kansainvälisille markkinoille.

## Siilin historia lyhyesti

Siilin historiaa kuvaa vahva yritysostovetoinen tarjooman laajentaminen ja kasvu 2010-luvulla. Pitkään jatkuneen vahvan kasvuvaiheen jälkeen yhtiö joutui kuitenkin vuonna 2018 luomaan nahkansa uudestaan, kun resursointiliiketoiminnan tarpeisiin rakennettu matriisiorganisaatiomalli ei

tukenut enää ratkaisuliiketoiminnan tarpeita. Vuosina 2018-2019 Siilissä toteutettiin mittava organisaatiomalli- ja strategiauudistus, jolla yhtiössä rakennettiin perustaa seuraavaan vaiheeseen. Vuoden 2022 alussa yhtiön toimitusjohtaja vaihtui ja samalla yhtiön johtoryhmää tiivistettiin. Keväällä 2022 yhtiö kertoi siirtymästä voimakkaampaan kasvu- ja kannattavuusvaiheeseen. Vuoden 2023 alussa yhtiö tarkensi organisoitumista ja siirtyi portfoliorakenteesta toimialakohtaiseen malliin. Vuosien 2023-2024 heikentyneestä taloussuhdanteesta juurensa juontanut markkinamuutos iski vahvasti Siilin vahvuusalueisiin ohjelmistokehityksessä, jonka takia orgaaninen liikevaihdon kehitys kääntyi negatiiviseksi ja yhtiö joutui tekemään kannattavuuden tehostustoimia.

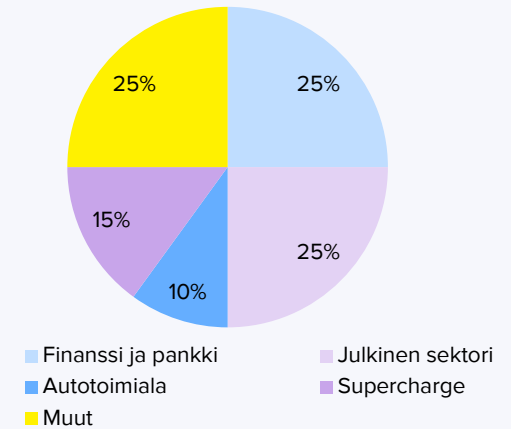
Siili on kasvanut vuosittain 8 % orgaanisesti ja 14 % yrityskaupat mukaan lukien vuosina 2015-2023. Samaan aikaan yhtiön käyttökate-% on ollut 6-12 %:ssa. Koko historiansa aikana yhtiö on toteuttanut jo 13 yritysostoa.

## Fokus valituissa toimialoissa

Siili on organisoitunut toimialoittain, joka sisältää asiakasvastuun, myyntivastuun ja toimitusvastuun. Siilin päätoimialat ovat julkishallinto, finanssi, teollisuus ja palvelut sekä autoteollisuus (ulkomailla). Siili on erityisen vahva finanssisektorilla. Toimialafokus on luonnollinen, sillä toimialat perustuvat jo todettuihin vahvoin osaamisiin ja yhtiön kilpailuetuihin.

Yhtiön ensisijaisia asiakasorganisaatioita ovat Suomen 500 suurinta yritystä sekä julkinen sektori. Yhtiö pyrkii kasvamaan palvelemalla asiakkaitaan laaja-alaisesti digitaalisten palvelujen kehittämisessä sekä laajentamalla osaamistaan ja asiakas-kuntaansa yritysostojen kautta.

## Liikevaihto toimialoittain, arvio



Lähde: Inderes

## Asiakkaita toimialoittain



Lähde: Siili

# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 2/5

Siilin vahvuuksiin kuuluu ketterä verkostomainen toimintamalli.

Toimialafokuksen lisäksi yhtiö panostaa lyhyellä aikavälillä erityisesti tekoälyyn. Siili kouluttaa aktiivisesti työntekijöitään generatiiviseen tekoälyyn. Yhtiön tavoitteena on, että vuoden 2024 loppuun mennessä yli 50 % Siilin konsulteista käyttää projekteissaan aktiivisesti generatiivista tekoälyä. Aluksi hyödyt tulevat oman tekemisen tehokkuuden kautta ja jatkossa vahvemmin liiketoimintamahdollisuuksina. Tekoälyn hyötyjen jakosuhte toimittajan ja asiakkaan välillä on kuitenkin epävarmaa, kuten myös hyötyjen realisoitumisen ajankohta ja mittakaava. Sektorilla myös muuten panostetaan laajasti tekoälyyn ja IT-palveluyhtiöiden välillä kestävien kilpailuetujen rakentaminen on mielestämme hyvin vaikeata ja odotamme pääosan toimijoista hyötyvän tekoälystä.

## Päämarkkina Suomessa ja kansainvälinen markkina kasvun veturina pitkällä aikavälillä

Siilin päämarkkina on Suomessa, joka vastaa reilua 70 % liikevaihdosta. Kansainvälinen liiketoiminta vastasi vajaa 30 % liikevaihdosta vuonna 2023. Kansainvälisesti Hollanti, Saksa ja UK ovat yhtiölle tärkeitä markkinoita. Lisäksi yhtiöllä on asiakkaita myös muissa maissa, kuten Yhdysvalloissa, mutta niiden rooli on pienempi. Kansainvälistyminen on yksi yhtiön strategian kulmakivistä ja Siili tavoittelee ulkomaantoiminnoissa selkeästi nopeampaa kasvuvauhtia kotimaan toimintoihin verrattuna.

Siilin toimistot voi jakaa myynti- ja toimitustoimistoihin. Toimituskapasiteetti on pääasiassa Suomessa, Puolassa ja Unkarissa. Loput toimistoista ovat pääasiassa myyntitoimistoja. Siilillä on Suomessa toimipisteitä Helsingissä, Tampereella, Turussa, Lappeenrannassa, Jyväskylässä, Oulussa,

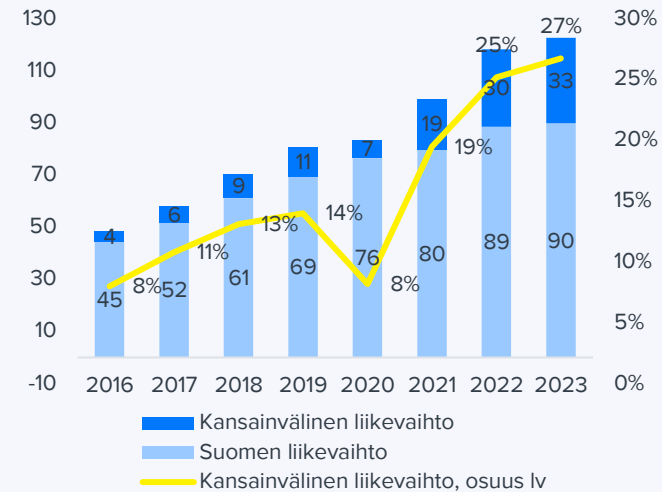
Kuopiossa, Joensuussa ja Seinäjoella. Siili Auto toimii Puolassa Wrocławissa ja Szczecinissä sekä Berlinissä, Stuttgartissa ja Detroitissa. Superchargen toimitus tulee täysin Unkarista ja sillä on myyntitoimistot Lontoossa, Amsterdamissa, Wienissä, New Yorkissa ja Helsingissä.

Isossa kuvassa samat markkinatrendit ovat lyhyellä aikavälillä Puolassa ja Unkarissa kuin Suomessa, eli kysyntä on laskenut ja osaajia on saatavilla. Asiakaskäytöksen ilmiöt UK:ssa, Saksassa ja Hollannissa ovat myös hyvin vastaavat kuten Suomessa, eli ostajat ovat varovaisempia. Lisää Suomen IT-palvelumarkkinasta sivuilla 15-32.

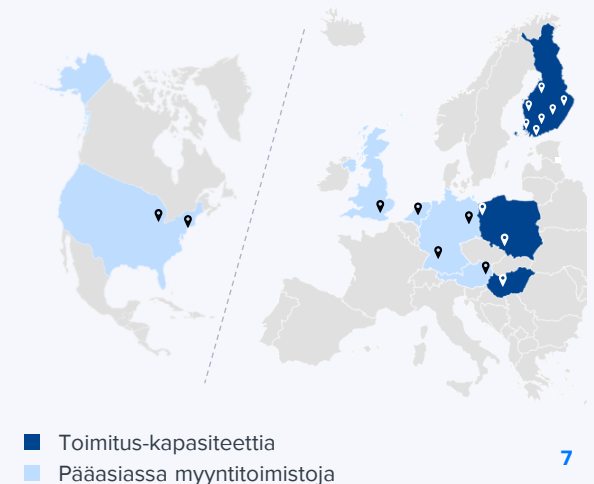
## Maantieteellisesti ja toimialoittain kattava liiketoimintarakenne

Siili raportoi liikevaihdon jakauman kansainvälisen ja kotimaan liikevaihdon osalta, mutta toimii toimialoittain. Yhtiö pyrkii palvelemaan asiakkaitaan laaja-alaisesti tarjoten erikoistuneita kokonaisratkaisuja, tiimejä sekä yksittäisiä asiantuntijoita tarpeen ja tilanteen mukaan valituille toimialoille. Toimituskapasiteettia on Suomen lisäksi Puolassa ja Superchargen osalta Unkarissa. Näemme tämän yhtenä Siilin kilpailukykyä nostavista tekijöistä, että sillä on omia suoria laadukkaita, mutta hintatasoltaan edullisempia resursseja Puolassa. Tämä siitä huolimatta että kustannushyöty on viime vuosina edelleen kaventunut. Siilin mukaan asiakasyritykset ovat usein haluttomia ostamaan suoraan esim. puolalaiselta yritykseltä. Siili pystyy toimimaan välikätenä asiakkaan luona Suomessa ja osa tuotannosta pystytään toteuttamaan Puolasta kansainvälisellä tiimillä. Tällainen toimitusmalli nostaa Siilin katteita tyypillisesti.

Liikevaihdon rakenne



Toimintamaat, maat joissa toimistoja



# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 3/5

Mielestämme Siilillä on Suomessa hyvä kasvupotentiaali digitaaliseen kokemukseen liittyvien palveluiden tuotossa ja luovassa teknologisessa toteutuksessa sekä valituissa toimialavertikaaleissa. Yhtiön kilpailukyky Suomessa on parhaimmillaan keskisuurissa ja suurissa asiakkaissa, mitkä ovat myös strategiset asiakasryhmät.

Siilin omaa osaamista täydentää ja joustavuutta lisää Siili One -partneriverkosto. Verkostomainen toimintamalli mahdollistaa kansainvälisten asiakkaiden palvelun eri maiden tuotantoyksiköistä. Tavoitteena on kannattava kasvu. Siili pyrkii nousemaan vahvemmin kokonaisratkaisutoimittajaksi, erityisesti Suomessa. SiiliOne sen sijaan toimii pääasiassa resurssitoimittajana toimittaen tiimejä ja asiantuntijoita erityisesti korkean digitaalisen maturiteetin asiakkaille.

Siilin ”tytäryhtiöt” eivät enää ole itsenäisiä liiketoimintayksiköitä, joilla on selkeä terävä fokus, tuotteistetut tarjoomat. Nyt tytäryhtiöt integroidaan toimialafokuksen mukaisesti tiukemmin osaksi Siiliä. Tämä muutos vie aikaa ja ei välttämättä ole täysin kivuton sekä voi lisätä vaihtuvuutta. Ennen tai myöhemmin tämä olisi kuitenkin tarpeellista, saadakseen täydet synergiahyödyt. Kyseinen tilanne johtuu yhtiön aikaisemmasta yritysostostrategiasta, jossa yhtiö osti vain enemmistön ja jätti perustajille edelleen vähemmistön ja liiketoimintavastuun.

Tytäryhtiöihin kuuluvat tällä hetkellä VALA Group Oy, Siili Auto Oy sekä unkarilainen Supercharge.

**Siili Auto** rakentaa modernien autojen digitaalisia käyttöliittymiä useita teknologioita hyödyntäen. Yhtiö näkee Siili Autossa merkittävää kansainvälistä

kasvupotentiaalia, mutta ala on hyvin syklinen. Nousumarkkinassa pullonkaulana toimii jopa vielä muita toimialoja vahvemmin osaajapula. Yksikkö on Siilin itse perustama. Nykyisessä markkinatilanteessa kyseinen asiakassegmentti kärsii jälleen, keskimäärin muita enemmän. Arviomme mukaan yhtiön liikevaihto oli vuonna 2023 reilu 10 MEUR luokassa ja täysin kansainvälistä. Yhtiöllä on myyntikonttorit Detroitissa (Ford asiakkaana), Berliinissä ja Stuttgartissa, mutta kehittäminen tehdään pääosin Puolasta käsin.

**VALA Group** on keskittynyt ohjelmistotestaukseen, testiautomaatioon ja laadunvarmistukseen. VALAssa on myös kansainvälistymispotentiaalia ja se toimii muun muassa tiiviissä yhteistyössä Qt:n kanssa, jossa se toimii jo kansainvälisten asiakkaiden kanssa. VALA Group integroitiin jo aikaisemmin tiiviimmäksi osaksi Siiliä ja sen palvelut ovat usein tiivis osa kokonaisratkaisutoteutuksia. VALA Group on ainoa tytäryhtiöistä, josta saadaan julkisista lähteistä relevantteja talouslukuja. Suomen Asiakastiedon mukaan sen liikevaihto oli 13,5 MEUR ja liikevoitto-% 18 % vuonna 2023. Näin Vala Group vastasi reilua 10 % Siilin liikevaihdosta, mutta jopa reilua 30 % tuloksesta. Yhtiö on siis hyvin kannattava, mutta liikevaihdon kehitys on viime vuosina jäänyt markkinak kasvusta. VALA Groupissa vaihtui keväällä toimitusjohtaja ja ymmärryksemme mukaan nyt tavoitellaan vahvempaa liikevaihdon kasvua. Siili nosti keväällä 2024 omistusosuuden 95 %:iin ostamalla 15 % lisää omistusta.

**Supercharge** on vuonna 2010 perustettu unkarilainen digitaalisten palvelujen innovointi-, suunnittelu- ja kehittämiskumppani, jolla on laaja kansainvälinen asiakaskunta.

## Siilin tytäryhtiöt



Kokonaistoimitusratkaisut asiakkaille



Digitaalisten innovaatioiden rakentaminen asiakkaalle

SIILI AUTO

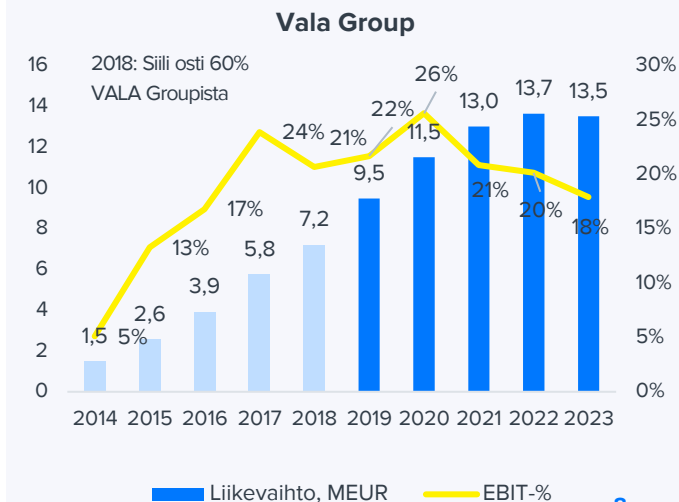
Autoteollisuuden digitaalisten käyttöliittymien ja ajokokemuksen kehitys

VALA

Testiautomaatio- ja laadunvarmistuspalvelut

SIILI One

Ohjelmistokehitystiimien rakennus asiakkaille



Lähde: Siili, Inderes ja Suomen Asiakastieto



# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 4/5

Se on kokonaisratkaisutoimittaja, joka rakentaa digitaalisia ratkaisuja (esim. mobiilisovelluksia) asiakkailleen. Kaikki toimitus tapahtuu Unkarista ja sillä on myyntitoimistot Lontoossa, Amsterdamissa, Wienissä ja New Yorkissa. Siili nosti keväällä 2024 omistusosuuden 70 %:iin ostimalla 15 % omistusta. Superchargen Helsingin myyntitoimisto lopetettiin omanaan ja se integroitiin Siilin toimialakohtaiseen myyntitoimintaan. Arviomme mukaan Superchargen liikevaihto oli vajaa 20 MEUR vuonna 2023, mikä tarkoittaa vahvaa kasvua vuosina 2021-22. Lisäksi arvioimme sen olleen historiassa liikevoittomarginaalia tukeva liiketoiminta. Nyt liiketoiminta on kuitenkin kärsinyt, sillä Supercharge oli aikaisemmin vahvasti keskittynyt innovatiivisiin hankkeisiin, joita nykyisessä markkinatilanteessa on vahvasti karsittu. Näin fokusta siirretään myös Superchargessa Siilin strategian mukaisesti suurempiin asiakkuuksiin. Siili omistaa yhtiöstä 70 % ja tulee arviomme mukaan tulevina vuosina lunastamaan lisää osuuksia.

Siili on muuttanut viime vuosina toimintamalliaan merkittävästi. Vuosina 2012-2017 Siili sovelsi matriisiorganisaatiota. Vuonna 2018 Siili siirtyi itsenäisistä yksiköistä koostuvaksi verkostoksi. Vuonna 2019 Siili loi tytäryhtiörakenteen ja seuraavana vuonna strategiaa konkretisoitiin. Samalla Siilin brändi ja organisaatio uudistettiin strategian mukaiseksi. Yhtiö on myös uudistanut liiketoiminnan taustajärjestelmänsä tukeakseen uutta rakennetta. Vuoden 2023 aikana yhtiö siirtyi toimialamalliin ja luopui aikaisemmasta tytäryhtiö mallista.

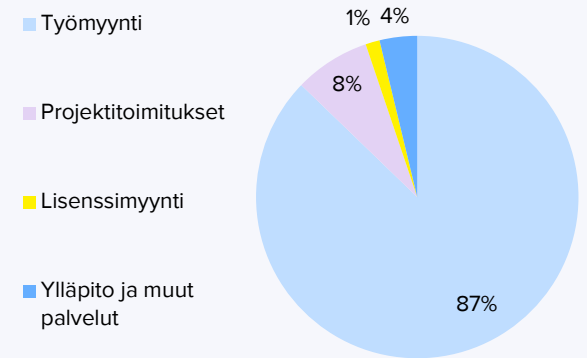
Siilillä on vahva historia resursointipuolelta ja haasteena on arviomme mukaan ollut monien muiden ketterien digikehittäjäalojen tavoin

organisaation myynnillinen ja kulttuurillinen painottuminen resurssien myyntiin sen sijaan, että ratkaistaisiin asiakkaan ongelmia. Toimialafokuksen myötä tämä kuitenkin arviomme mukaan helpottuu, sillä toimialafokuksen myötä kumppanuuksilla on edellytykset syventyä ja laajemman tarjoaman myynti on loogisempaa sekä helpompaa. Tämä toisaalta olettaa ensiksi, että toimialamallissa onnistutetaan, mikä on odotettavaa, sillä se perustuu yhtiön vahvuusalueisiin. Toimialafokukseen siirtymisen onnistumisen ajoitusta ja mittakaavaa on kuitenkin tässä markkinatilanteessa vielä vaikea arvioida. Ainakaan vielä se ei ole onnistunut, sillä liikevaihto on ollut jyrkässä laskussa vaikeassa markkinassa.

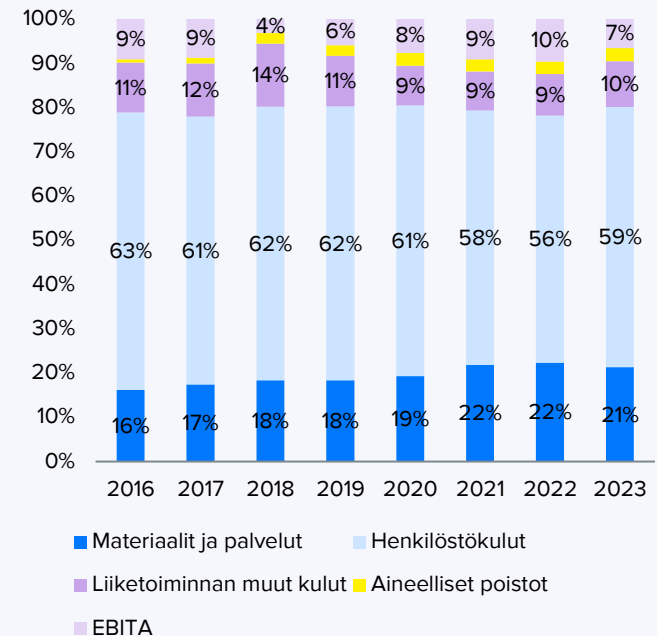
## Liiketoimintamalli puhdasta asiantuntijapalvelumyyntiä

Siili on liiketoimintamalliltaan konsulttiyhtiö erilaisilla toimitusmalleilla. Pääosa (87 % vuonna 2023) liikevaihdosta on työmyyntiä, mikä on tuntiveloitteista ja näin hyvin vähäriskistä. Liikevaihdosta 8 % on kiinteä-, katto- tai tavoitehintaisia projekteja, jotka ovat riskisempiä. Lisäksi yhtiöllä oli ylläpito- ja muita palveluita 4 % liikevaihdosta vuonna 2023. Tämä on suhteellisen pieni osa ja kuvaa jatkuvan liiketoiminnan rakentamisen haastavuutta. Yhtiö on jo useamman vuoden halunnut rakentaa vahvempaa kokonaistarjoamaa, jossa ylläpitoliiketoiminta on tärkeä osa. Ylläpito on projektiliiketoiminnasta luonnollinen jatke ja siinä yhtiöllä on ymmärryksemme mukaan parannettavaa. Yhtiö on antanut johtoryhmän henkilölle vastuun kyseisten liiketoimintojen kehittämisestä. Onnistuessaan ylläpitoliiketoiminnan kasvattamisessa parantaisi se yleisesti jatkuvuutta ja tukisi kannattavuutta.

Liikevaihdon jakauma liikevaihtoryhmittäin, % liikevaihdosta 2023



Kulurakenne



Lähde: Siili, Inderes

# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 5/5

Siili käyttää jossain määrin verrokkejaan enemmän alihankintaa tarpeen mukaan vastatakseen kysynnän vaihteluihin ja hankkiakseen erityisosaamista sekä tarjotakseen option asiantuntijoille, jotka haluavat työskennellä alalla yleistyneellä freelancer-mallilla (SiiliOne on Siilin vastaus tähän trendiin). Materiaalit ja palvelut olivat 21 % liikevaihdosta vuonna 2023 ja ovat pääosin alihankintaa. Yhtiö ei viime vuonna suuremmin vähentänyt alihankintaa (1 %), vaikka markkinatilanne oli heikko, mikä kuvastaa alihankintaosaamisen kriittisyyttä yhtiölle. Näin myöskään se ei tuo sitä samaa joustavuutta kulurakenteeseen kun tyypillisesti oletetaan. Koko kustannusrakenteen joustavuus (alas) sekä skaalautumispotentiaali on rajallinen, koska palveluliiketoiminnassa kasvaminen vaatii tietyn pisteen jälkeen aina lisäkapasiteettiin investoimista.

IT-palvelusektorin keskeisin operatiivinen hallinnan väline on työntekijöiden laskutusasteet, jotka ovat suorassa linkissä kannattavuuteen. Hyvät tasot yhtiöstä riippuen ovat noin 75-80 %:n tasolla. Viime vuoden muutosneuvotteluiden myötä kapasiteettia laskettiin ja sen myötä tuli osin myös ei toivottua poistumaa, mutta toimilla saatiin laskutusasteita myös hieman paremmiksi. Arviomme mukaan laskutusasteissa on edelleen parannuspotentiaalia. Laskutusasteiden liian korkea tasokaan ei kuitenkaan ole hyvä, sillä se ei jättäisi tilaa henkilöstön kehittymiselle, eikä se olisi hyvä työntekijöiden jaksamisen tai viihtymisen kannalta.

Sektorilla siirryttiin viime vuonna kilpailussa osaajista asiakkaisiin. Siili on viime vuosina muokannut myyntiorganisaatiotaan toimialojen mukaan, kun se aikaisemmin oli ymmärryksemme mukaan enemmän opportunistista. Myynnissä yhtiö ottaa lyhyellä

aikavälillä mieluummin matalahintaisia projekteja, kuin toteuttaa uusia muutosneuvotteluita. Tämä on henkilöstötyytyväisyyden kannalta positiivista, mutta lyhyellä aikavälillä rajoittaa kannattavuuspotentiaalia.

Asiantuntijanäkökulmasta yhtiön henkilöstö on painottunut senioriin osaajaprofiliin sekä pääkaupunkiseudulle. Senioriteetti on osin kilpailuetu, jonka päälle rakentaa, mutta se heijastuu myös yhtiön verrokkeja korkeampana kustannustasona. Siilin onnistuessa kokonaisratkaisujen myynnissä pelkkien resurssien sijaan, mahdollistaa se Siilille mm. myös juniori-työntekijöiden paremman hyödyntämisen.

Siilin kaltaisessa puhtaassa asiantuntijaliiketoiminnassa työntekijöiden viihtyvyys ja työnantajahoukuttelevuus ovat yksiä tärkeimmistä tekijöistä yrityksen menestyksen kannalta. Työntekijöiden kannalta kriittisiä tekijöitä ovat mielestämme muun muassa palkkaus ja erilaiset palkkamallit, kulttuuri, mielenkiintoiset projektit, mahdollisuus vaihtaa työtehtäviä talon sisällä, johtamismalli, vastuunkannon mahdollisuus ja organisaation maine.

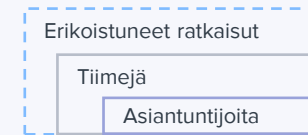
Siilin on nykyisellään nähdäksemme melko vaikea erottautua muista uuden sukupolven ketteristä toimijoista (Vincit, Reaktor, Futurice jne...), mutta on tärkeää, että se kykenee jatkossakin erottautumaan vanhoista suurista organisaatioista (esim. Tietoevry) sekä asiakasyrityksistä työnantajana. Yhtiö kärsi viime vuonna usean muun verrokin tapaan selvästi markkinan heikkouksista ja joutui toteuttamaan muutosneuvotteluita, joka heikensi nähdäksemme työtyytyväisyyttä.

## Siilin pääasiakassegmentit



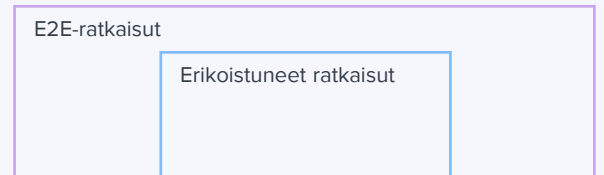
**Suuret ja digitaaliselta maturiteetiltaan korkeat** yritykset, jotka

tarvitsevat pääasiassa resursseja

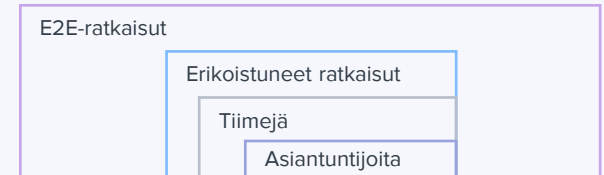


**Keskikokoiset ei-teknologiayritykset**, jotka tarvitsevat

digitaalisen kehityksen partnerin johtamaan ja toimeenpanemaan digitaalisia kehityshankkeita



**Julkisen sektorin organisaatiot**, jotka tekevät digitaalisen kehityksen ohjelmia; erilaiset julkisen sektorin virastot ja elimet



Lähde: Siili, Inderes

\*E2E= kokonaisvaltaiset ratkaisut palvelun koko elinkaaren yli

## Kumppanit



Teknologiatoimittajat ja -yhteisöt



Alihankkijat, resurssivuokraajat

## Toiminnot

Siili yksiköt



Tytäryhtiöt



Emoyhtiön toiminnot

Markkinointi ja go-to-market



Tukipalvelut

Liiketoimintojen kehitys



## Palvelualueet

Digitaalinen strategia ja innovaatio

Design  
Räätälöidyt digipalvelut ja ohjelmistokehitys

Data, analytiikka ja AI  
Laadunvarmistus- ja ohjelmistotestaus

Pilvi- ja jatkuvat palvelut

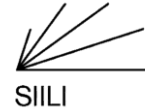
Ohjelmistoautomaatio

Autoteollisuus



## Liiketoimintaidea

Siilissä yhdistyvät digitaalinen muotoilutoimisto ja teknologinen moniosaaja.



- Hyvät näytöt yrityskaupoista ja markkinatrendien tunnistamisesta
- Vakiintunut asema Suomen IT-palvelumarkkinassa ja toimitusyksiköt Puolassa ja Unkarissa
- Merkittävää kansainvälistä liikevaihtoa ja kasvupotentiaalia

## Myyntikanavat

Suoramyynti loppuasiakkaalle

Alihankkijaketju (autoteollisuus)

## Kilpailu

IT-generalistit  
accenture tieto EVRY CGI  
digia GOFORE SOLTEQ  
SOLITA siili\_ SOFIGATE  
Keskisuuret IT-markkinan toimijat  
futurice Reaktor VINCIT  
Witted netum INNOFACTOR® LOIHDE

## Asiakastoimialoja



Teollisuus



Finanssi



Julkishallinto



Palvelut



Autoteollisuus (ulkomaat)

## Kustannusrakenne

1007 hlö (2023)  
115 m€ (2023)



Henkilöstökulut  
(63 % kustannuksista)



Alihankkijat ja ostot  
(23 %)



Liiketoiminnan muut kulut  
(11 %)



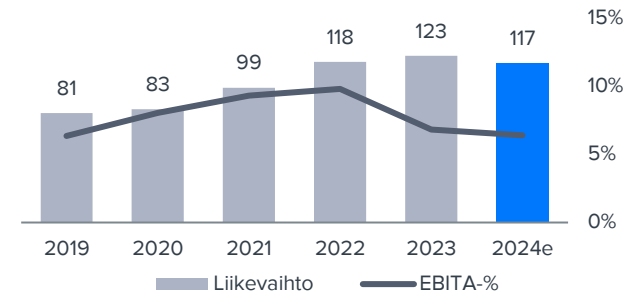
Aineelliset poistot  
(3 %)



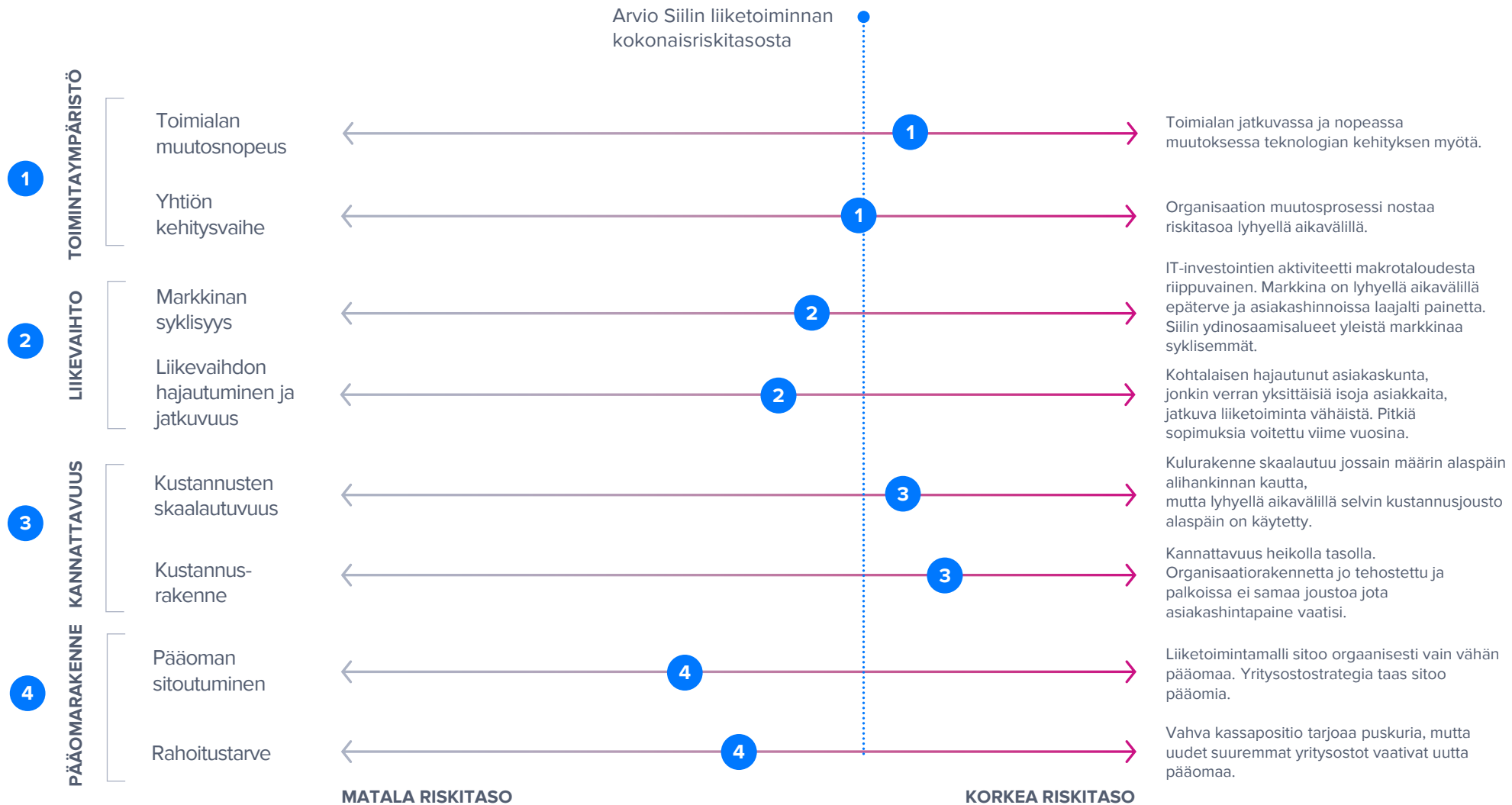
Projekti- ja asiantuntijatyö

## Tulovirrat

Liikevaihto 123 m€  
EBITA 8,4 m€ (2021)

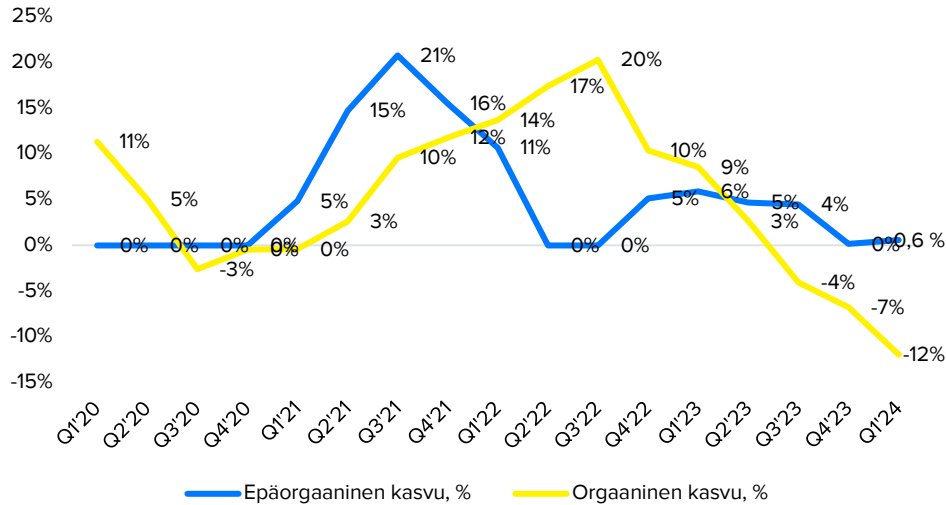


# Liiketoimintamallin riskiprofiili

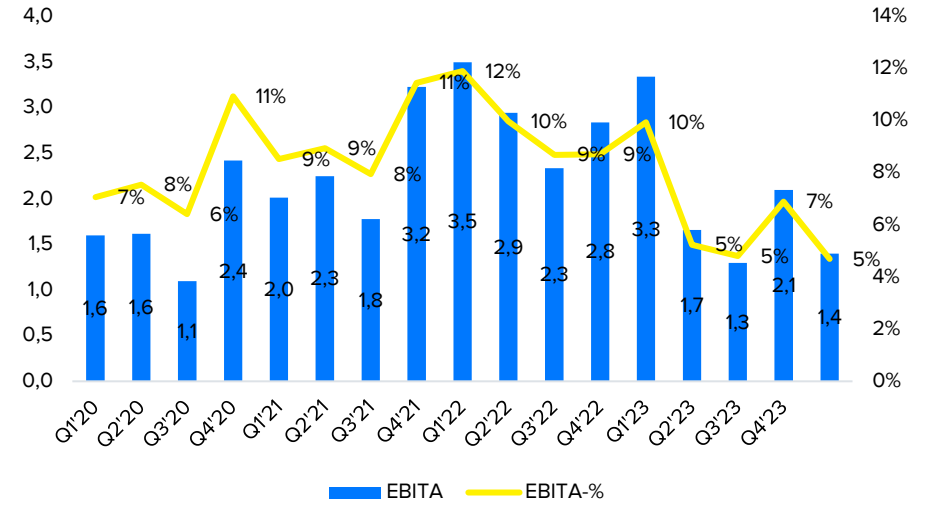


# Siilin keskeisiä tunnuslukuja

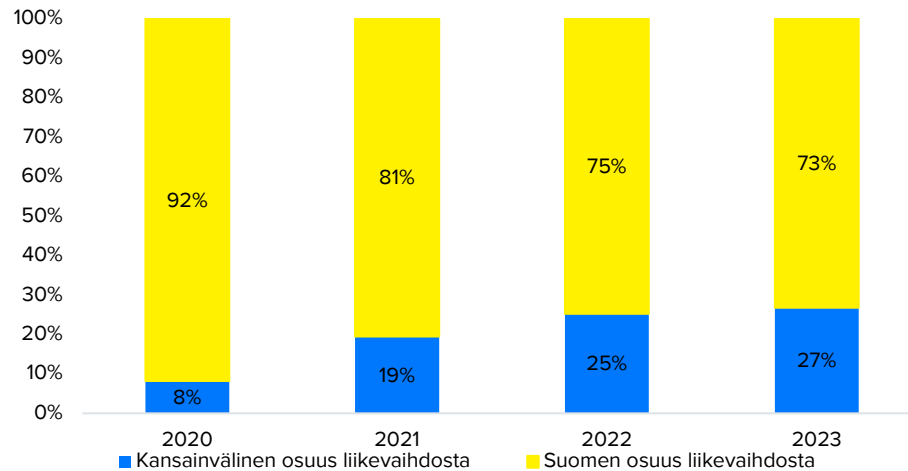
**Liikevaihdon kehitys-%,**  
orgaaninen ja epäorgaaninen



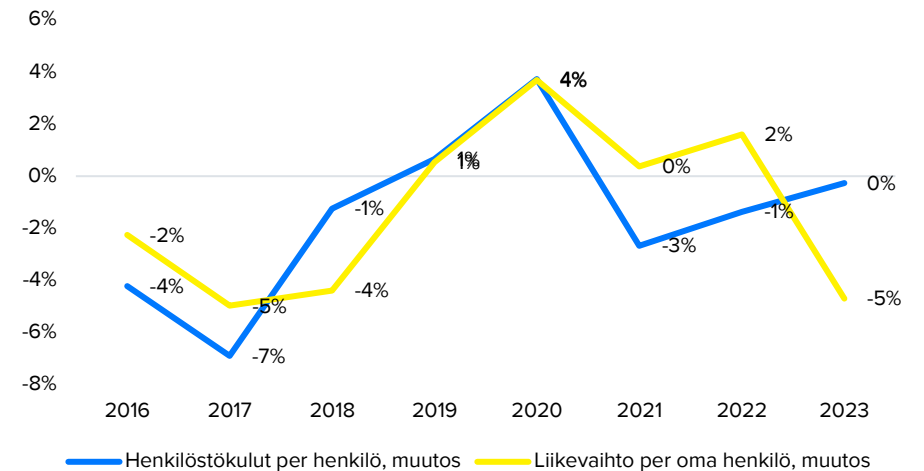
**EBITA ja EBITA-%**



**Liikevaihdon jakauma,**  
Suomi ja kansainvälinen

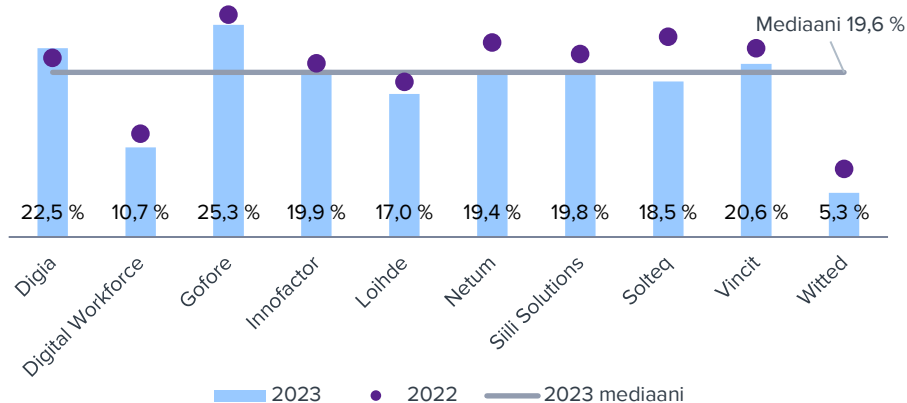


**Liikevaihdon- ja kulutehokkuuden kehitys**

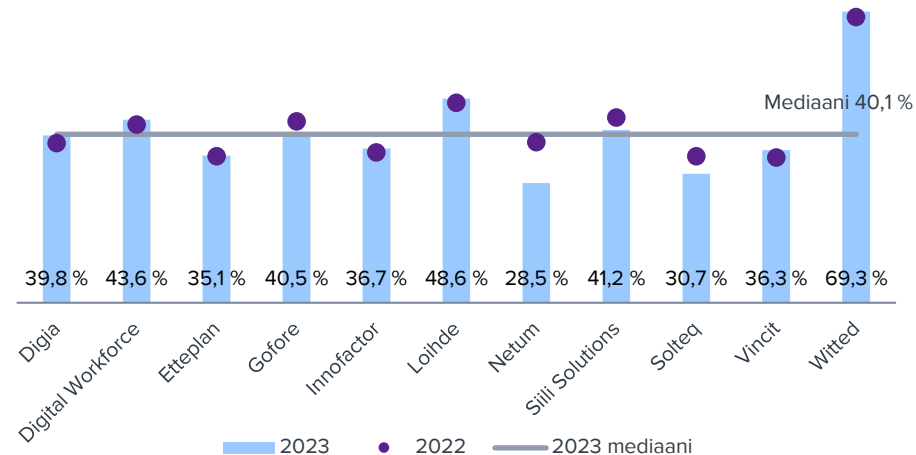


# Sektorin keskisuurten yhtiöiden relevantit raportoidut mittarit

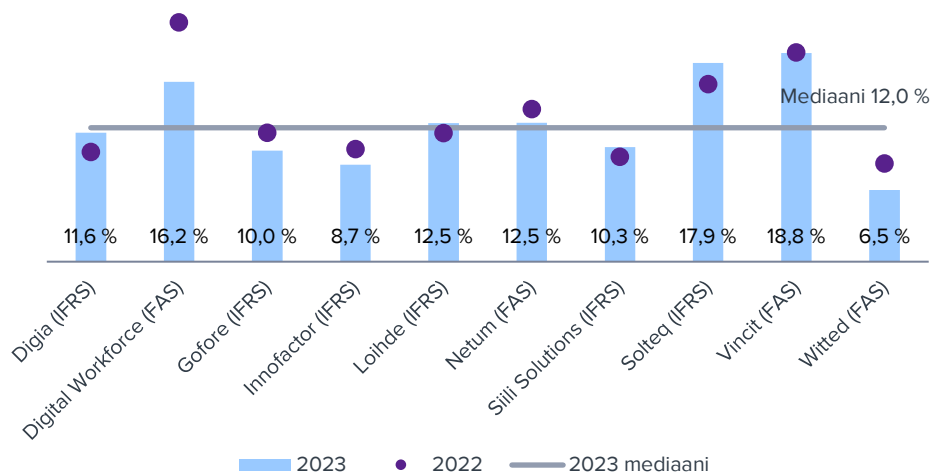
## Liikevaihdon kate materiaalien ja palveluiden sekä henkilöstökulujen jälkeen (%)



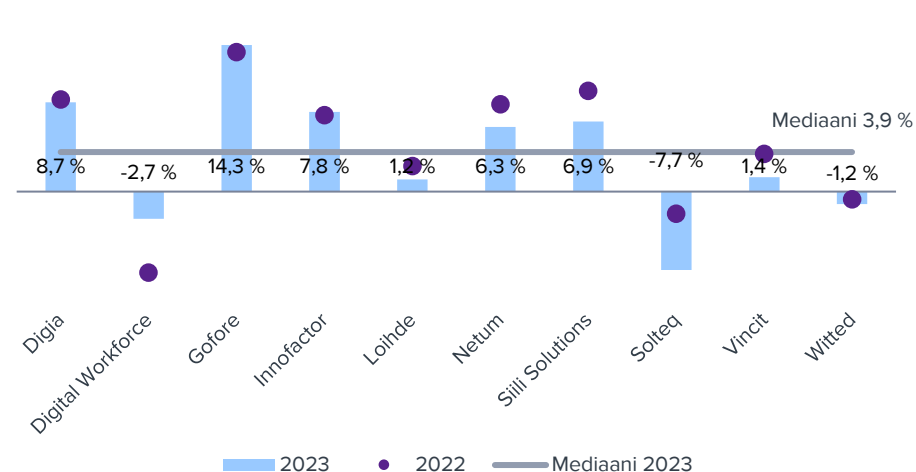
## Liikevaihdon kate henkilöstökulujen jälkeen (%)



## Liiketoiminnan muut kulut suhteessa liikevaihtoon (%)



## EBITA-marginaali\* (%)



Lähde: Inderes, yhtiöt

\*EBITA= Liikevoitto + yritysostojen aineettomat poistot/liikearvon poistot + kertaluonteiset alaskirjaukset. Merkittävät kertaluonteiset myyntitappiot ja -voitot oikaistu.

# IT-palvelumarkkina 1/9

## Iso kokonaismarkkina Pohjoismaissa ja Suomessa

Pohjoismaiden (Ruotsi, Norja, Suomi, Tanska) IT-palvelumarkkinan koko oli Radarin mukaan noin 28 miljardia dollaria vuonna 2022. Suomen IT-markkinan Radar on arvioitunut olevan vajaa 7 miljardia. IT-palvelumarkkinan osuus tästä on 4,4 miljardia, joka jakautuu konsultointiin 2,3 miljardia, johdon konsultointiin 0,3 miljardia, pilviratkaisuihin 0,5 miljardia ja ulkoistuksiin 1,4 miljardia.

Asiakaskunnittain tämä jakautuu arviomme mukaan edelleen noin 75 % yksityiselle ja 25 % julkiselle sektorille. Markkinan koko ei isossa kuvassa nähdäksemme rajoita seuraamiemme yhtiöiden kasvumahdollisuuksia.

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

## Markkinan kasvua vetävät digitaaliset palvelut

Perinteisten palveluosa-alueiden odotetaan eri arvioiden mukaan kasvavan keskimäärin 1-4 % vuosivauhtia. Uusien digitaalisten palveluiden odotetaan kasvavan 5-10 % vauhtia riippuen osa-alueesta, tosin niiden kysyntä on syklistempää, kuten on nähty vuosien 2023-24 kysynnän pudotuksessa. Markkinan kasvua hidastavat perinteisten infra- ja vanhemman sukupolven ohjelmistoratkaisuiden laskevat kysynät. Lisäksi perinteiset IT-järjestelmät modernisoituvat, joka on luonut ikään kuin näiden kahden osa-alueen väliin nopeasti kasvavan alueen.

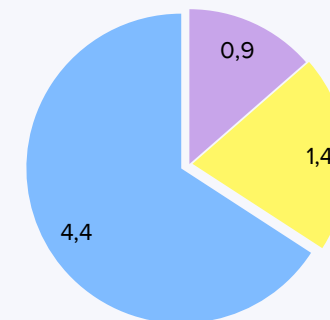
Radar ennustaa Suomen IT-markkinan kasvavan vuonna 2024 kokonaisuudessaan 1,6 % ja palveluiden 2,4 %. IT-palvelumarkkinan sisällä kasvua vetää pilviratkaisut (keskimäärin 2021-24e 10 %) ja konsultointi (4 %), kun taas ulkoistuspalvelut kasvavat hitaimmin (0,2 %). Huomioitavaa on myös, että Radarin mukaan konsultointi laski vuonna 2020 noin 15 %, kun taas Helsingin pörssin listatut IT-palveluyhtiön kasvoivat orgaanisesti 8 % vuonna 2020 (2021-22 10 %), mikä indikoi yhtiöiden asemoituneen nopeammin kasvaville palvelualueille ja olevan keskimääräistä yhtiötä kilpailukykyisempiä/kriittisemmän toimittajan roolissa.

Palvelualueittain markkinaa nopeammin kasvavia osia ovat tutkimuksemme mukaan pilvipalvelut, transformaatiojohtaminen ja data & analytiikka. Tietoturvapalvelut ovat ollut viime vuosina paljon puhuttu kasvualue, mutta useilla toimijoilla on haasteita saada liiketoiminta kannattavaksi.

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

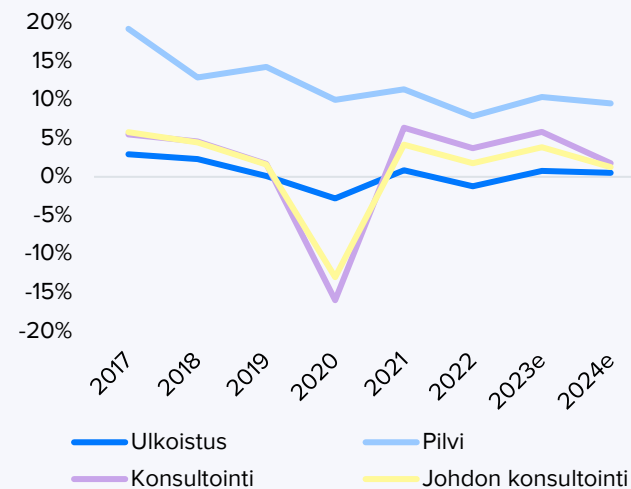
Siili on kasvanut vuodesta 2015 lähtien orgaanisesti hieman yleistä markkinaa nopeammin, kun yhtiö on asemoitunut nopeammin kasvaville alueille.

## Suomen IT-markkinan jakautuminen vuonna 2022 (mrd.€)



■ Laitteet ■ Ohjelmistot ■ Palvelut

## Suomen IT-palvelumarkkinan, muutos-% palveluittain



Lähde: Radar Nordic Outlook 2023 (9/23) ja Inderes

# IT-palvelumarkkina 2/9

Toisaalta nykyisessä heikossa markkinatilanteessa yhtiö kärsii markkinaa enemmän, kun erityisesti räätälöidyn ohjelmistokehityksen kysyntä on laskenut. Yhtiö on lisäksi kasvanut vahvasti yritysostoin ja samalla muokannut tarjootaan hyvin ennakoimalla markkinatrendejä. Yhtiö lähti esimerkiksi panostamaan designin alueelle jo 2010-luvun alkupuolella vuosia ennen kuin muu markkina ryntäsi samalle palvelualueelle.

## Lyhyellä aikavälillä markkinassa on heikkoutta

Kysyntäympäristö on arviomme mukaan vuonna 2024 edelleen tarkkaileva ja varovainen. Digitalisaation trendi ei pysähdy ja nopeammin kasvavia alueita löytyy edelleen, kun kriittisten toimintojen kehitystä ei voida pysäyttää. Suurin huolenaiheemme sektorilla on kova hintakilpailu, jossa Siili on ollut mukana jo viime vuodesta alkaen. Ennustamme listattujen suomalaisten IT-palveluyhtiöiden kasvavan orgaanisesti vain 1 %:n vuonna 2024, kun yhtiöt ovat edellisen 6 vuoden aikana kasvaneet orgaanisesti keskimäärin 9 %. Suomen ja Euroopan vahvistuva yleinen talouskehitys sekä korkotason todennäköinen lasku antavat hieman valoa tunnelin päähän ja luovat mielestämme edellytykset asteittain vahvistuvalle kysyntänäkymälle seuraavan vuoden aikajänteellä. Kysynnän piristymisen ajoitusta ja kulmakerrointa on kuitenkin vaikea arvioida, mikä pitää epävarmuuden koholla.

## Markkinan pitkän aikavälin kasvunäkymät ovat edelleen hyvät

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

mahdollisuuden sijoittaa digitalisaatiotrendiin palveluliiketoiminnan rajatummalla riskiprofiililla. Markkinan voidaan odottaa kasvavan makrotaloutta nopeammin pitkällä aikavälillä. Markkina elää kuitenkin sykleissä ja yritysten ulkoa ostamien IT-palvelujen määrä voi myös laskea ja hintakilpailu kiristyä, kuten 2022-23 heikentyneessä taloustilanteessa.

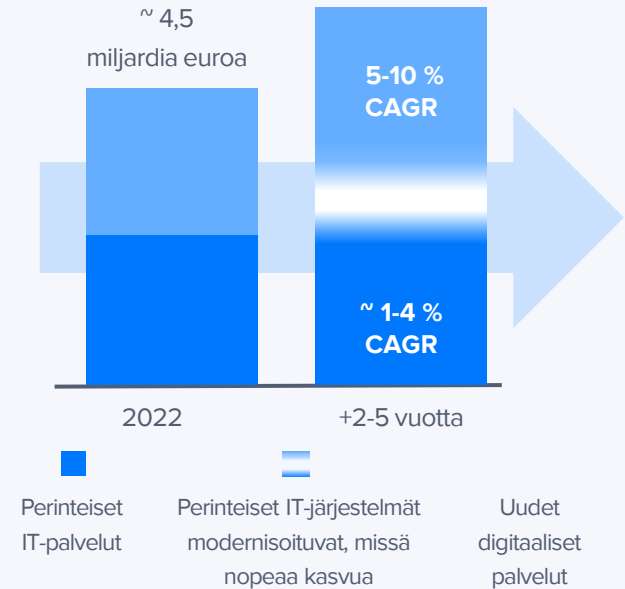
## IT-investointien muuttuva luonne jakaa markkinaa

IT-palvelumarkkinan muutosta 2010-luvulla voidaan havainnollistaa yksinkertaistettuna jakamalla markkina voimakkaasti kasvaneisiin uusiin digitaalisiin palveluihin sekä hiipuvaan perinteiseen tietojärjestelmäkehitykseen. Markkinan murros loi voimakkaan kasvumahdollisuuden monille uuden aikakauden alkuperäisille toimijoille (mm. Futurice, Solita, Reaktor, Siili, Gofore ja Vincit), jotka ovat profiloituneet tarjoamiltaan uusien digipalveluiden kehittäjiksi. Markkinan kahtiajako on nyt kuitenkin muuttumassa epärelevantimmäksi, sillä uusia digitaalisia palveluita ei voida käsitellä liiketoiminnan ydinjärjestelmistä erillisenä.

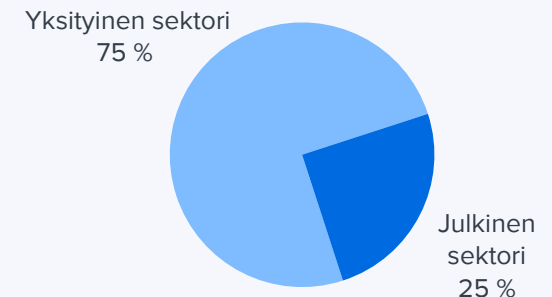
Selkeänä trendinä markkinalla onkin viime vuosina ollut IT-ostamisen vakavoituminen, kun asiakasorganisaatioissa on havaittu, että oikotietä digitalisaatioon ei pystytä hankkimaan ostamalla digisovelluksia tietohallinto ohittaen. Organisaatioiden vakiintuneet tietojärjestelmät eivät katoa, vaan niitä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



## Suomen IT-palvelu markkina ja kasvukuva

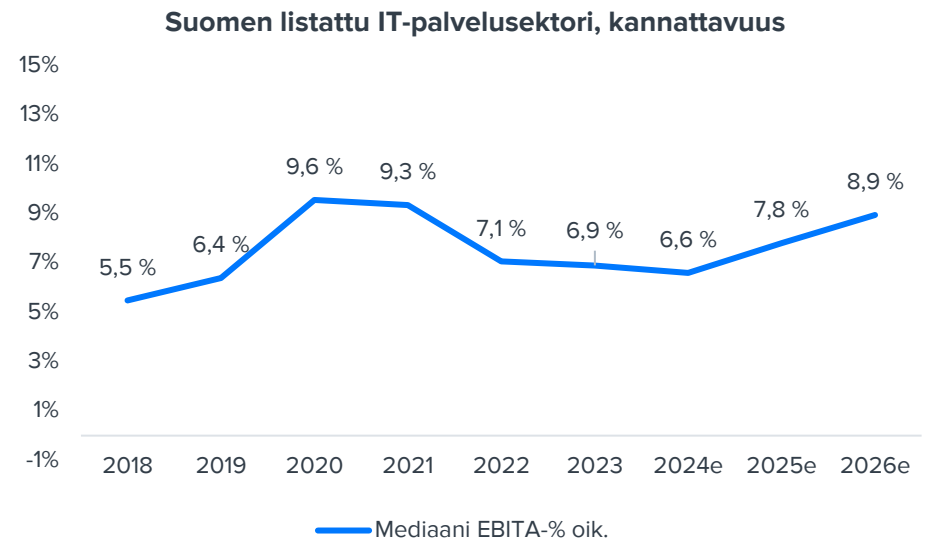
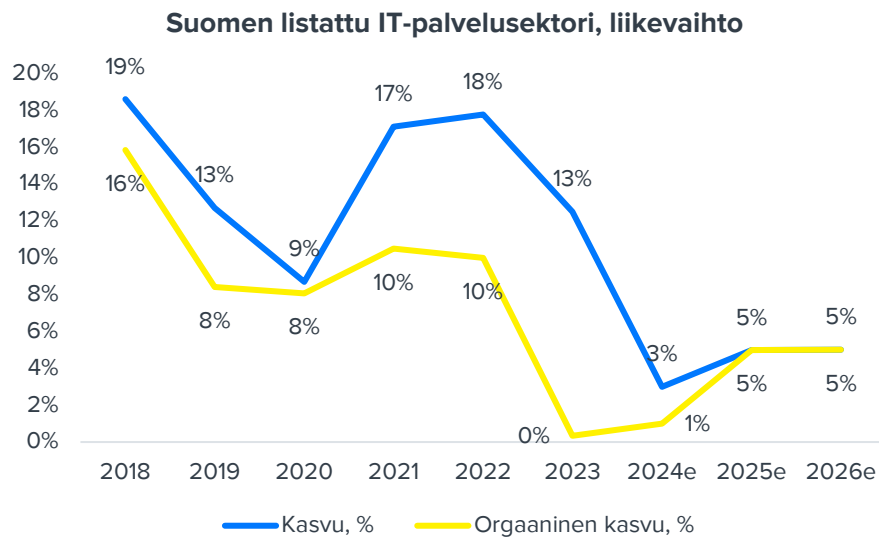


## Markkinan jakauma ostajaryhmittäin, Inderesin karkea arvio



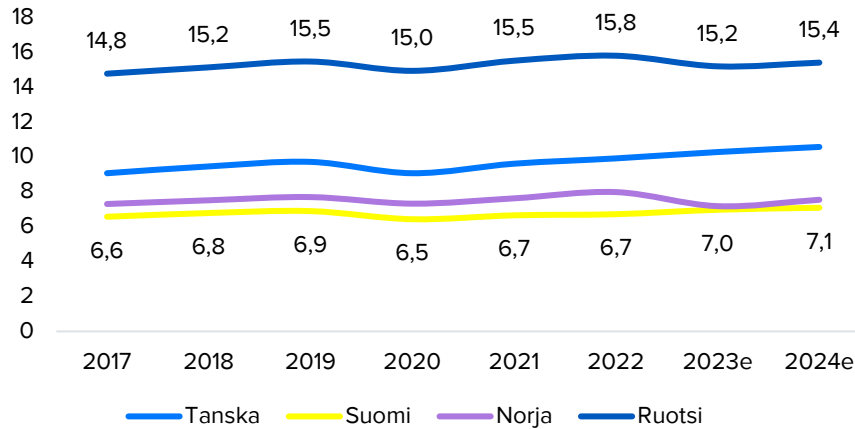


# Pörssilistatun IT-palvelusektorin kehitys ja odotukset Suomessa

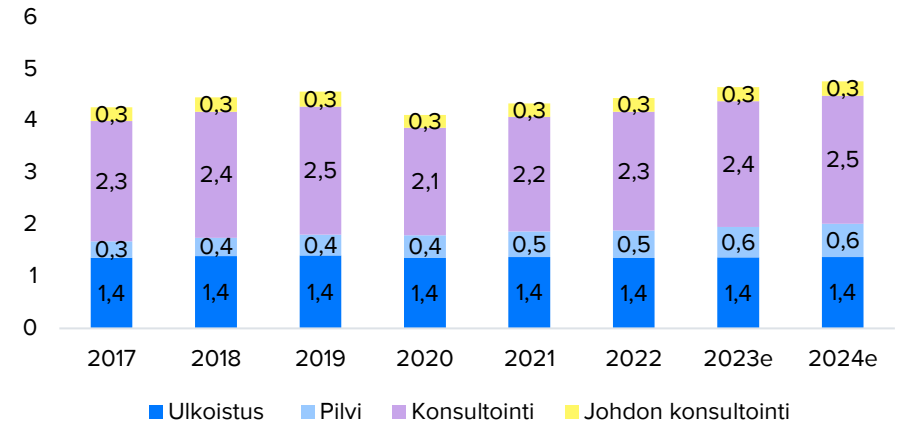


# Pohjoismaista IT-markkinadataa

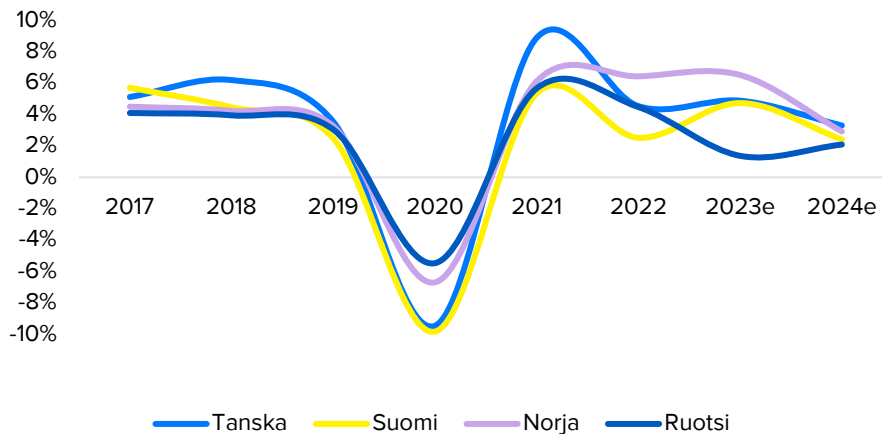
**Pohjoismaiset IT-markkinat - Palvelut, ohjelmistot ja laitteet, miljardia euroa**



**Suomen IT-palvelumarkkina palveluittain, miljardia euroa**



**Pohjoismaiset IT-palvelumarkkinat, muutos-%**



# IT-palvelumarkkina 3/9

Asiakasorganisaatioiden digitaalisen maturiteetin kasvun myötä niistä on tullut myös vaativampia ostajia ja lisäksi ne ovat itse aktivoituneet rakentamaan omia ohjelmistokehitystiimejä.

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

## Markkinassa kolme erilaista aluetta

Olemme jakaneet IT-palvelumarkkinan kolmeen eri osioon seuraavasti:

**Uusien digitaalisten palveluiden markkina**, joka käsittää uusien digitaalisten palveluiden kehityksen (design, räätälöity ohjelmistokehitys jne). Tämä on ollut markkinan voimakkaimmin kasvava osa-alue, joka on käytännössä syntynyt vasta 2010-luvulla. Nimekkäitä toimijoita markkinalla ovat muun muassa Reaktor, Futurice, Nitor, Siili, Vincit ja Gofore, minkä lisäksi suuret IT-generalistit ovat lähteneet panostamaan tälle alueelle. Markkinalle on ominaista matala alalle tulon kynnys.

**IT-taustajärjestelmien ja yritysohjelmistojen markkina**, joka käsittää laajasti ERP:n ja siihen liitännäiset järjestelmät kattaen pääasiassa valmisohjelmistojen toimituksen, räätälöinnin, integraation ja ylläpidon. Tällä markkinalla Suomessa tunnettuja toimijoita ovat esimerkiksi Innofactor, Enfo, Solteq, Digia, Sofigate, Fellowmind, Vincit (Bilot-fuusion jälkeen) sekä erityisesti IT-generalistit, kuten Tietoevry ja CGI. Tällä alueella markkinan kasvu on ollut hidasta ja ominaista on

korkea alalle tulon kynnys. Vanhojen järjestelmien modernisoituminen on kuitenkin myös luonut markkinalle nopeasti kasvavia taskuja.

**IT-alustojen markkina**, joka kattaa pääasiassa infrastruktuuripalvelut (paikallinen, hybridi ja pilvi) sekä ICT-ulkoistuksen. Tämä markkina on ollut lähinnä generalistien (kuten Tietoevry, Fujitsu) vahvuus ja alalle tulon kynnys korkea, koska markkina on edellyttänyt skaalaetuja ja investointeja. Pilvimurroksen myötä markkinalla on kuitenkin käynnissä uusjako, mikä on synnyttänyt uusia nopeasti kasvavia toimijoita (kuten Nordcloud) ja apajilla ovat myös monet keskisuuret IT-konsultit (kuten Gofore, Siili ja Enfo). Tällä markkinalla on nopeasti hiipuvia (paikallinen infra) ja rajusti kasvavia alueita (pilvialustat).

Näiden kolmen markkinan läpi leikkaavia palvelualueita ovat muun muassa data ja analytiikka, integraatio, tietoturva sekä ohjelmistorobotiikka.

Pidemmän aikaa jo näkyvin trendi markkinalla on ollut IT-talojen pyrkimys päästä kiinni asiakkuuksiin jo hankkeiden suunnitteluvaiheessa, sillä yhden suunnittelutyötunnin myynti on tarkoittanut moninkertaista määrää ohjelmistokehitystuntien myyntiä. Monet toimijat pyrkivät vahvempaan asemaan arvoketjussa vahvistamalla neuvonantopalveluiden osaamista, jolloin IT-toimittaja ennemminkin johtaa hankkeita ja resursseja kuin pelkästään toimittaa niitä. Näin toimittajat pääsevät syvemmälle asiakkaaseen ja strategiseksi kumppaniksi. Tämä vaati kuitenkin aikaa. Suuntaus on näkynyt markkinalla lukuisina yrityskauppoina. Lisäksi monet IT-konsultit pyrkivät laajentumaan strategiatason konsultointiin, joskin vaihtelevalla menestyksellä.

Selkeä suuntaus sektorin toimijoilla on myös elinkaariajattelu, sillä monet uudet toimijat pyrkivät nyt rakentamaan kyvykkyyden tarjota ohjelmistoylläpitoa. Lisäksi asiakkaiden ostaminen jatkaa siirtymää ohjelmistokehityksiprojekteista kohti jatkuvaa ohjelmistokehitystä, mikä muuttaa markkinan luonnetta. Tämä trendi on vahvistunut viimeaikoina, kun toimittajia on keskitetty, jolloin vahvat osaamiset, kattava palvelutarjooma ja ylläpitovahvuus nousevat esiin.

Yhteistä kaikkien keskisuurten ja suurten toimijoiden strategioille on myös pyrkimys liiketoimintakriittisemmän kumppanin asemaan asiakkaissa ja viime vuosina toimialafokus. Pienten ohjelmistokehittäjien osaaminen ja tarjonta ei tällöin yksinään ulotu riittävän syvälle asiakkaan IT-järjestelmiin ja prosesseihin. Tämä kehitys voi osaltaan kiihdyttää markkinan konsolidaatiota. Markkinan osoittaessa heikkoutta vahvimmat asiakassuhteet omistavat yhtiöt pärjäävät tyypillisesti parhaiten, kuten viime vuosina on nähty. Näemmekin Suomen IT-palvelumarkkinan kehittyvän vahvemmin suuntaan, jossa perinteisten ja uusien toimijoiden tiet risteävät ja raja uuden ja perinteisen IT:n välillä jatkaa hämärtymistään.

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

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

# IT-palvelumarkkina 4/9

Näin uusista ratkaisuista saadaan täysi liiketoiminnallinen hyöty irti.

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

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

## Trendit organisaatioiden IT-ostamisessa

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

**Tekoälyosaamisen (AI)** markkina on ollut nopeassa kasvussa viime vuodet. Viimeaikoina markkina on ottanut nopeita harppauksia mm. generatiivisen tekoälyn hyvin nopean kehityksen kautta ja lähes kaikki toimijat pyrkivät hyödyntämään tekoälyä. Ensimmäisessä aallossa tuottavuus paranee (tekoälyavusteista kehitystä), mutta epävarmaa on vielä se, miten hyöty jakautuu toimittajan ja asiakkaan välillä. Toisessa aallossa tulevat uudet liiketoimintamahdollisuudet. Tekoälyprojekteja tehdään jo, mutta volyyymi on vielä pientä ja suurin osa ei mene tuotantoon. Tulevina vuosina tulee

tarkentumaan, mihin tekoäly vaikuttaa ja mihin ei. Kokonaisuudessa vaikutus tulee luultavasti kuitenkin olemaan merkittävä useamman vuoden tähtäimellä. Kestävää selvää kilpailuetua tekoälyllä on IT-palvelutoimittajan arviomme mukaan vaikeaa luoda normaalissa kehityksessä ja mahdolliset erot tasoittuvat ajan myötä. Nähdäksemme kuitenkin ne yhtiöt, jotka kykenevät rekrytoimaan kovia tekoälyosaajia ja profiloitumaan tällä sektorilla aikaisessa vaiheessa voivat luoda itselleen kilpailuetua.

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

**Tietoturva** on vielä suhteellisen pieni osa IT-palvelutoimittajien tarjoamissa, mutta se on datan tavoin nousemassa yhä vahvemmaksi kilpailutekijäksi. Tekoälyn kehitys antaa myötätuulta myös tietoturvan kysynnälle. Ostajat keskittyvät yhä enemmän tietoturvaan ja tämän osaamisen puuttuminen on toimittajalle selkeä maineriski. Geopoliittinen tilanne on entisestään lisännyt kysyntää. Useat sektorin yhtiöt ovat investoineet ja investoivat tietoturvakyvykkyyksiinsä, mutta toivottu kysyntä ei ole realisoitunut ja laskutusasteet ovat laajalti vielä matalat.

**Automaatio ja ohjelmistorobotiikka** ovat myös nousemassa palvelualueina tärkeämpään rooliin. Automaatio mahdollistaa tuottavuuden

parantamisen, joustavuuden, skaalautuvuuden ja paremman laadun sekä asiakaskokemuksen ilman suuria ja kalliita järjestelmähankkeita. Useat sektorin yhtiöt ovat kehittäneet tai hankkineet tätä osaamista (mm. Digital Workforce on alan pioneeri).

**Toimittajia keskitetään:** Tässä vahvoilla ovat pitkäaikaiset strategiset kumppanit, toimialaosaamista omaavat yhtiöt, kriittisen osaamisen vahvat tekijät ja ne, joilla on laaja palvelutarjooma. Voittajat saavat siis jatkossa suuremman osan asiakkaan ostoista. Häviäjiä ovat toimittajat jotka tekevät vähemmän kriittisiä toimintoja, pienet toimittajat sekä alihankkijat. Keskitäminen aiheuttaa myös nähdäksemme hintapainetta ainakin lyhyellä aikavälillä, mutta keskitämisen voittajilla volyymit nousevat.

**Toimialafokus** on noussut useamman yhtiön strategian keskiöön viime vuosina. Tämä on siten luonnollista, että se rakentuu jo olemassa olevien toimialojen ympärille, jossa yhtiöillä on kilpailuetuja. Vahva toimialaosaaminen helpottaa myös yhtiön nousemista asiakkaan strategiseksi kumppaniksi. Tämä korostuu, kun rajuinta kilpailua ei käydä osaajista, jolloin asiakkaiden vaatimustaso konsulteille nousee.

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

# IT-palvelumarkkina 5/9

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

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

**In-house trendi** on jatkanut kasvuaan yritysten digitaalisen maturiteetin kasvaessa. Digitaalisesti kyvykkäät asiakkaat haluavat itse johtaa ja pitää käsissään niiden arvonaluonnin kannalta liiketoimintakriittisten IT-järjestelmien kehityksen.

**Ukrainan sodan** suoria vaikutuksia yhtiöiden liiketoimintaan on nähty hyvin vähän, ainoastaan Tietoevryllä. Venäjän ja Valko-Venäjän kapasiteetin käytännössä poistuminen markkinoilta ja Ukrainan kapasiteetin vähentyminen on lisännyt muiden eurooppalaisten maiden kysyntää. Isot organisaatiot ovat myös alkaneet arvioimaan tarkemmin ostopäätöksiään Euroopan ulkopuolelta. Epäsuoria vaikutuksia on näkynyt kaikilla.

**Käyttäjakeskeisyyden ja asiakaskokemuksen nousu jatkuu.** Tärkeitä alueita ovat esimerkiksi digitaalinen palvelumuotoilu, design ja asiakaskokemus. Osaaminen näillä alueilla nousee tärkeämmäksi kilpailutekijäksi IT-toimittajaa valitessa. Hyötyjiä ovat olleet luovat ja design-keskeiset toimijat.

**IT-markkinalla tehdään edelleen vain vähän monessa, mistä puhutaan eniten, mutta tilanne voi muuttua.** Näkyvimpiin termeihin liittyvien palveluiden (VR, AR, IoT jne.) volyymi on vielä

pientä sektorin tasolla. Näistä kuitenkin muodostunee seuraavan viiden vuoden tähtämellä merkittäviä palvelualueita.

**Innovatiiviset kehityshankkeet** ovat kalliimman rahoituksen myötä vähentyneet dramaattisesti. Nyt tehdään vain tarvittavia sekä liiketoimintakriittisiä hankkeita.

**Pilvimurros on edelleen trendi,** vaikka voimakkain siirtymä alkaa olemaan takanapäin. Asiakkaiden IT-toimintoja viedään edelleen pilveen hyötyjen takia ja siksi, että se on usein edellytys uusille digitaalisille liiketoimintamalleille. Lähes kaikki sen jo taitavat jollain tasolla, mutta parhaiten pärjäävät ne, joilla on vahvaa omaa osaamista pilviteknologioissa. Suurin pilvisiirtymä alkaa olemaan takanapäin Pohjoismaissa ja nyt aletaan siirtymään jatkuvaluonteiseen pilvipalveluun/ylläpitoon.

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

**Halvimpien offshore-resurssien** merkitys kilpailutekijänä heikentyy, sillä uusia digitaalisia palveluita on vaikea toteuttaa luotettavasti, riittävän nopeasti ja kustannustehokkaasti offshore-resursseilla. Ohjelmistorobotiikka ja tekoäly heikentävät edulliseen työvoimaan pohjautuvaa kilpailuetua. Lisäksi offshore ja erityisesti near-shoren hintaetu on pienentynyt voimakkaamman

palkkainflaation myötä. Häviäjiä ovat toimijat, joiden kilpailukyky on perustunut offshore kustannustehokkuuteen. Hintaetua kuitenkin on edelleen. Hyötyjiä ovat toimijat, jotka pystyvät yhdistämään paikallisen läsnäolon ja saavuttamaan riittävän kustannustehokkuuden nearshore-resursseilla.

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

**Liiketoimintalähtöisen ostamisen yleistyessä ja myös tekoälyn** myötä IT-yhtiöt etsivät uusia arvontuottoon pohjautuvia ja skaalautuvampia hinnoittelumalleja saadakseen irrotettua liiketoimintamallinsa heikosti skaalautuvasta asiantuntijaresurssien myynnistä. Tämä on kuitenkin historiallisesti ollut vaikeaa.

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

# IT-palvelumarkkina 6/9

## Osaajapula, palkkainflaatio ja asiakashinnat ovat pähkinä ratkottavaksi sektorilla

Näkemyksemme mukaan krooninen osaajapula ja asiakashintojen nousua voimakkaampi palkkainflaatio on yksi sektorin keskipitkän ja pitkän aikavälin keskeisistä haasteista. Tehokkuutta jatkuvasti parantamalla tämän yhtälön ratkominen käy ajan myötä yhä vaikeammaksi. Erityisesti senioritason päässä on kyettävä erottautumaan muilla kuin palkkaan liittyvillä tekijöillä. Tällaisina tekijöinä pidämme muun muassa mielenkiintoisia asiakasprojekteja ja oman urakehityksen kannalta hyvää työympäristöä. Osaajista on myös kyettävä pitämään kiinni ja henkilöstön vaihtuvuus minimoimaan. Osaajapula ollaan viime vuosina sektorilla ratkottu lisäämällä ja rakentamalla alihankintaverkostoja. Nyt lyhyellä aikavälillä osaajista ei ole pulaa, vaan ensimmäistä kertaa moneen vuoteen niitä on hyvin saatavilla. Markkinatilanteen ja kysynnän jälleen normalisoituessa odotamme osaajapulan jälleen palautuvan, mutta ei yhtä rajuna kuin aiemmin.

Palkkainflaatio on eri yhtiöiden kanssa käymiemme keskusteluiden perusteella ollut vuosina 2020-2023 2-6 % välillä osaamispainotuksesta riippuen. Vuonna 2024 Tietoevry odottaa palkkainflaation olevan keskimäärin 4,5 % (2023 5 %), mutta sitä ajaa off-shore maiden korkeampi palkkainflaatio ja näin se on pohjoismaissa matalampaa. Goforen palkkainflaatio oli vuonna 2023 3,6 % (2022 2,9 % ja 2021 6,1 %). IT-palvelusektorilta Goforella, Siilillä ja Innofactorilla on omat työehtosopimukset, jotka osin hillitsevät palkkainflaatiota. Vastaavasti Goforen asiakashinnat nousivat 3,5 % vuonna 2023, kompensoiden hyvin kulujen nousua (2022:

3,5 %). Lyhyemmällä aikavälillä hidastunut kysyntätilanne hillitsee palkkainflaatiota, kun heikossa talousympäristössä vaihtuvuus tyypillisesti pienenee, mutta samanaikaisesti viime vuosien korkea inflaatio aiheuttaa lisäpainetta palkankorotuksille. Osittain tätä pyritään hillitsemään maantieteellisesti halvempaa työvoimaa käyttäen, mikä ei kuitenkaan pitkällä tähtäimellä ole kestävä ratkaisu ongelmaan.

Asiakashintojen kehitys on vuosien ajan ollut sektorien kommenttien perusteella 0-2 % ja näin ollen selvästi palkkainflaatiota maltillisempaa. Viimeisen vuoden aikana asiakashinnat ovat kuitenkin laskeneet, joillain tarjooma-alueilla jopa selvästi, mikä luo selvää painetta kannattavuuteen. Asiakashintojen paine on tällä hetkellä selkein näkemämme riski sektorilla. Henkilöstökulut vastaavat sektorilla karkeasti noin 2/3-osaa kuluista ja vertailu palkkainflaation kanssa ei täten mene yksi yhteen, mutta efekti on negatiivinen lähes kaikilla sektorin toimijoilla. Peukalosääntönä asiakashinnat ovat korkeammat yksityisellä sektorilla, kun taas julkisen sektorin sopimukset ovat perinteisesti pitkiä ja tarjoavat sitä kautta jatkuvuutta sekä ennustettavuutta, mikä mahdollistaa laskutusasteiden paremman hallinnan.

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

## Markkinan tulevilta voittajilta odottamamme piirteet

IT-markkinan selkeimpiä voittajia viimeisen kymmenen vuoden aikana ovat olleet uusien digipalveluiden kehitykseen erikoistuneet yhtiöt, jotka ovat menestyneet etenkin osaajakilpailussa. Nyt digipalveluiden markkina on saavuttanut selkeästi kypsemmän vaiheen ja seuraava taistelu käydään vahvasti myös asiakkaista, kun aikaisemmin taisteltiin suurelta osin osaajista. Näkemyksemme mukaan sektorin menestystekijät muuttuvat ja voittajia seuraavan viiden vuoden aikana ovat:

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

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

# IT-palvelumarkkina 7/9

**Jatkuvaan uudistumiseen kykenevät yhtiöt.** IT-palvelumarkkina on jatkuvan teknologisen muutoksen keskellä. Muutoksiin reagoiminen ja niiden ennakkoon tunnistaminen on oman menestymisen kannalta kriittistä. Teknologian kiihtyvässä muutosvauhdissa myös osaajien muutuskyykykyys nousee avainrooliin. Tässä uudistumisharjoituksessa epäonnistuminen vaikuttaisi suoraan nykyisiin asiakassuhteisiin, uusien asiakkaiden hankkimiseen, suhteelliseen kilpailuasemaan ja siten pidemmän aikavälin arvonluontikykyyn. Mielestämme sektorilla kestävä kilpailukyky onkin rakennuttava jatkuvan muutuskyykykyden varaan.

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

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

**Yritykset, jotka pystyvät vahvemmin yhdistämään myös junioriresurssit,** pystyvät arviomme mukaan kasvamaan vahvemmin ja kannattavammin. Tästä hyvä esimerkki on tanskalainen IT-palveluyhtiö Netcompany. Osittain

junioriresurssien laajempi käyttö Suomessa vaatii muutosta myös ostajissa (ts. pois CV-mallista ratkaisustamiseen).

## **Yrityskaupat ja konsolidaatio sektorilla jatkuvat**

IT-palvelusektorin konsolidaatio oli aktiivista läpi viime vuosikymmenen. Koronan myötä yritysjärjestelymarkkina viileni ja parani hetkeksi koronan helpotettua. Geopoliittisten riskien ja korkojen noustua se jälleen viileni ja on edelleen melko kylmänä. Monet sektorin yhtiöt olisivat arviomme mukaan kuitenkin halunneet jatkaa aktiivisemmin myös epäorganista kasvua ja saada vahvat taseet tuottavaan työhön. Ostajien ja myyjien näkemuserot ovat kuitenkin olleet liian kaukana toisistaan.

Isossa kuvassa pääosalla sektorin yhtiöistä kiinnostus yritysjärjestelyihin on suuri. Konsolidaatiota ajaa halu osaamisportfolion laajentamiseen, maantieteelliseen laajentumiseen, asiakashankintaan ja puhtaasti toimituskapasiteetin kasvattamiseen. Näkemyksemme mukaan pääosalla sektorin yhtiöstä ei kuitenkaan ole kriittistä tarvetta yritysostolle, vaan tarvetta ajavat muut asiat, kuten strategiset tavoitteet. Pelkästään kasvu on verrattain huono syy yritysostolle, ja suurin hyöty tulee näkemyksemme mukaan osaamisportfolion laajentamisen myötä, mikä vahvistaa kilpailukykyä sekä tuottaa liikevaihtosynergioita.

## **Kilpailukykyyn lähteet markkinalla**

- Nyt erityisen tärkeitä ovat vahvat myynti- ja asiakaspalvelukyvykkyudet kilpailun siirryttyä jälleen vahvasti osaajista asiakkaisiin
- Jatkuva uudistumiskyky
- Kyky rekrytoida keskipitkällä ja pitkällä aikavälillä
- Elinkaaritarjoama
- Kuumat osaamisalueet:
  - Transformaatiokyvykyky
  - Datan hyödyntäminen
  - Tietoturva
- Ketteryyt ja nopeus
- Osaajien kyvykkyudet (CV)

## **Lisäarvo markkinalla**

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

# IT-palvelumarkkina 8/9

Nykyisessä markkinatilanteessa, jossa osajia pystytään hyvin rekrytoimaan, on erityisen tärkeää saada muita selkeitä synergiaelementtejä. Yritystoston onnistumiseksi on tärkeää, että strategiat ja kulttuurit sopivat yhteen.

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

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

Pääomasijoittajat ovat myös edelleen aktiivisia ja

rakentavat IT-osaajataloja. Muutama vuosi sitten Triton osti Ruotsissa listatun HiQ:n. Lisäksi useat pääomasijoittajat ovat jatkaneet pienempien IT-palveluyhtiöiden konsolidointia.

Digipalveluiden kehityksen markkinan siirtyessä nyt kypsempään vaiheeseen ja IT-markkinan eri osa-alueiden yhdentyessä on laajempi konsolidaatio todennäköistä, kuten Tiedon ja EVRYn sekä KnowITn ja Cybercomin fuusiossa nähtiin. Kiinnostava skenaario voisi olla kahden keskimarkkinan toimijan yhdistäminen vahvemmas haastamaan suuria generalisteja, kuten Bilotin ja Vincitin fuusio. Pidämme tätä hyvin mahdollisena vaihtoehtona. Näkemyksemme mukaan yhdistymisessä tulisi olla selkeitä liikevaihtosynergioita ja kilpailuetua vahvistavia tekijöitä. Suomen markkinassa on näkemyksemme mukaan listaamattomia toimijoita, joiden osaamispainotus, maantieteellinen läsnäolo ja asiakasportfolio sopisivat yhteen listattujen toimijoiden kanssa.

Selkeitä osaamisalueita, joita on viime vuosina hankittu tarjoamaan vahvistamiseksi ovat

neuvonanto, transformaatiojohtaminen, data ja analytiikka sekä robotiikkaa hyödyntävä automaatio-osaaminen. Kyberturvaosaamista haluttaisiin, mutta ostokohteiden arvostukset rajoittavat arviomme mukaan transaktioita. Esimerkiksi DNV ostin Nixun noin 1,5-1,6x EV/S-kertoimella, mikä on korkea taso nykyisessä heikentyneessä markkinassa ja nykyisellä korkotasolla. Järjestelyjä on tehty myös toimituskapasiteetin takia, mutta etenkin tällä hetkellä, rekrytointimarkkinan ollessa helpompi, järjestelyjen toteuttaminen pelkän kapasiteetin vuoksi on vaikeata perustella.

Siilin taloudelliset tavoitteet indikoivat 10 %:n vuotuista kasvua yritysostojen kautta. Yhtiö on toteuttanut useita onnistuneita ostoja historiassa. Toisaalta haasteita on myös ollut ajoituksesta ja heikosta markkinasta johtuen.

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

1=matalin, 5=korkein.

Lähde: Inderes arvio



# IT-palvelumarkkina 9/9

## Viimeisten tuloskausien huomiot

Asiakaskysynnän epävarmuus realisoitui laajemmin sektorilla Q2'23:lla, mutta kehitys on ollut hyvin kaksijakoista. Yhtiöt, joilla on suuri paino räätälöidyllä ohjelmistokehityksellä ja yksityisellä sektorilla ovat kärsineet suhteellisesti enemmän. Monet yhtiöt reagoivat muutokseen muutosneuvotteluihin ja kuluja karsimalla. Q1'24:llä liikevaihdot olivat laskussa ja kannattavuus laski hyvästä vertailukaudesta. Ennustamme kaksijakoisuuden jatkuvan vuonna 2024 ja kysyntänäköjen pysyvän kokonaisuutena varovaisena sektorilla.

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

- Orgaaninen kasvu hidastui selvästi Q2-Q4'23:lla ja oli 0-2 % ja kääntyi Q1'24:llä 2 %:n laskuun (2022: 10 %). Kehitystä hidasti jälleen vertailukautta yksi työpäivä vähemmän.
- Kannattavuus laski vain hieman (keskiarvo) Q1:llä hyvästä vertailukaudesta, kun kulurakenteita oltiin saatu jo H2'23:lla sopeutettua.
- IT-palvelusektorin odotukset vuodelle 2024 ovat luettavissa [tästä](#). Suomen IT-palvelusektorin Q1'24-yhteenveto on luettavissa [tästä](#). Marraskuussa julkaistu IT-podi kuunneltavissa [tästä](#) ja koko sektorin Q4'23-yhteenveto [tästä](#).

## Sektorin lyhyen aikavälin näkymät

IT-palvelusektorin yhtiökohtaiset 2024 ennusteet ovat nähtävissä oikealla taulukosta. Keskeisiä huomioita lyhyen aikavälin näkymistä:

- Lyhyellä aikavälillä vaikea markkinatilanne on

realisoitunut sektorilla kysynnän hiipumisena sekä hintakilpailuna. Viime kvartaaleina useampi yhtiö joka oli aikaisemmin pysynyt poissa hintakilpailusta, sanoi menneensä mukaan hintakilpailuun. Näkemyksemme mukaan hintakilpailu ja sen jatkuminen tai kiristyminen on keskeisin riski sektorilla.

- Nyt pärjäävät yhtiöt, joilla on jatkuvaluonteista liikevaihtoa (pidemmät tilauskirjat), syvät ja strategiset asiakassuhteet, ovat julkisella sektorilla, pitkiä sopimuksia, toiminnanohjaustekemistä. Eli yleisesti pärjäävät ne, jotka tekevät asiakkaiden liiketoimintakriittisiä ratkaisuja. Heikommin taas pärjäävät yhtiöt, joilla on yksityisellä sektorilla ja räätälöidyllä ohjelmistokehityksellä suuri paino.
- Isossa kuvassa voidaan edelleen sanoa, että kilpailu on siirtynyt ensimmäistä kertaa todella moneen vuoteen tekijöistä asiakkaisiin.
- Laskeva vaihtuvuus ja asiakaskysynnän epävarmuus hillitsee todennäköisesti voimakkainta palkkainflaatiota.
- Useiden yhtiöiden kustannussäästöohjelmat tukevat kannattavuuksia vuonna 2024.
- Tekoäly on ollut kuuma puheenaihe, ja osaltaan se kiinnostaa erityisesti tässä markkinatilanteessa, koska sillä on mahdollista saavuttaa asiakkaalle kustannussäästöjä ja tehostaa myös toimittajien työtä. Kokonaisuutena tekoälyllä on kuitenkin toistaiseksi yhä pieni rooli. Lähivuosina se avaa kuitenkin uusia kasvumahdollisuuksia. IT-palveluyhtiöiden on arviomme mukaan isossa kuvassa kuitenkin vaikeata hakea tekoälystä kilpailuetua toisiinsa.

	Q1'24	Kasvu, %	Orgaaninen kasvu, %	EBITA-%	EBITA-%
				oik.	oik.
				Q1'24	Q1'23
Digia		7 %	2 %	10,3 %	9,7 %
Digital Workforce		3 %	3 %	4,3 %	3,9 %
Gofore		0 %	-2 %	13,8 %	16,9 %
Innofactor		5 %	5 %	8,7 %	8,8 %
Loihde		6 %	3 %	-0,3 %	-5,6 %
Netum		35 %	7 %	12,4 %	9,9 %
Siili		-11 %	-11 %	5,4 %	10,0 %
Solteq		-20 %	-4 %	-1,5 %	0,4 %
Tietoenvy		-1 %	-2 %	12,1 %	12,3 %
Vincit		-17 %	-17 %	3,0 %	8,7 %
Witted		-18 %	-20 %	2,6 %	-0,3 %
<b>Suomalaiset keskiarvo</b>		-1 %	-3,3 %	6,4 %	6,8 %
<b>Suomalaiset mediaani</b>		0 %	-2,0 %	5,4 %	8,8 %

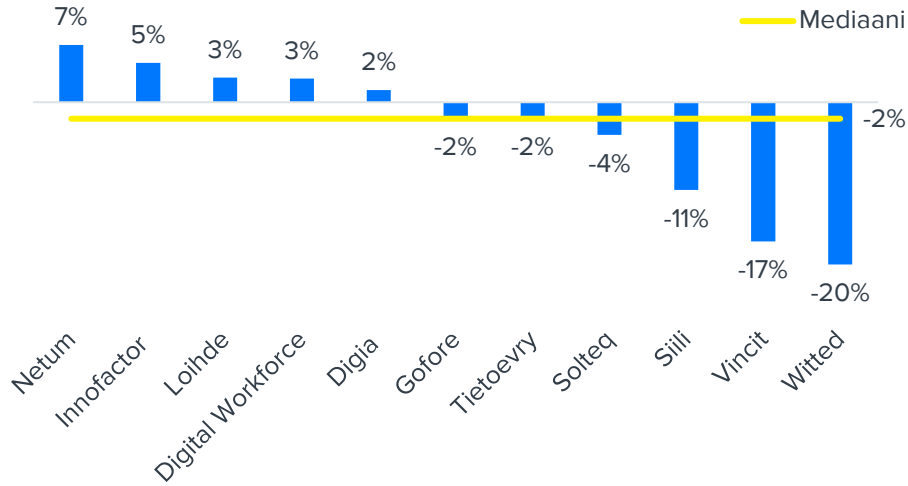
Lähde: Yhtiöt ja Inderes

	2024e (Q1-raportin yhteydessä)			2023
	Kasvu, %	Orgaaninen kasvu, %	EBIT-% oik.	EBIT-% oik.
Digia	5 %	1 %	9,9 %	8,7 %
Digital Workforce	7 %	7 %	5,3 %	-0,2 %
Gofore	3 %	1 %	14,0 %	14,1 %
Innofactor	3 %	3 %	8,0 %	7,5 %
Loihde	6 %	1 %	2,9 %	0,5 %
Netum	22 %	5 %	10,3 %	7,4 %
Siili	-4 %	-5 %	6,6 %	7,1 %
Solteq	-6 %	0 %	2,4 %	-6,7 %
Tietoenvy	2 %	1 %	12,6 %	12,6 %
Vincit	-8 %	-8 %	4,6 %	3,4 %
Witted	-15 %	-16 %	2,6 %	-0,2 %
<b>Keskiarvo</b>	1,3 %	-0,8 %	7,2 %	4,9 %
<b>Mediaani</b>	3,0 %	1,0 %	6,6 %	7,1 %

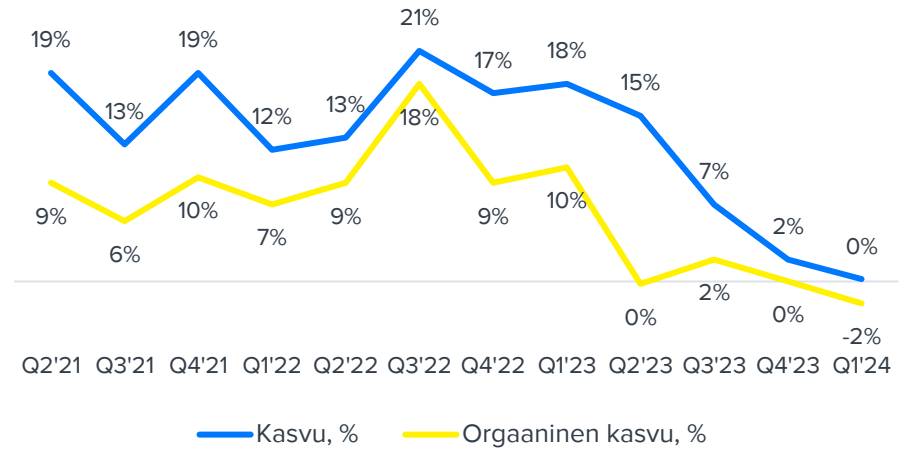
Lähde: Inderes

# Suomalainen IT-palvelumarkkina Q1:lla ja viime vuosina

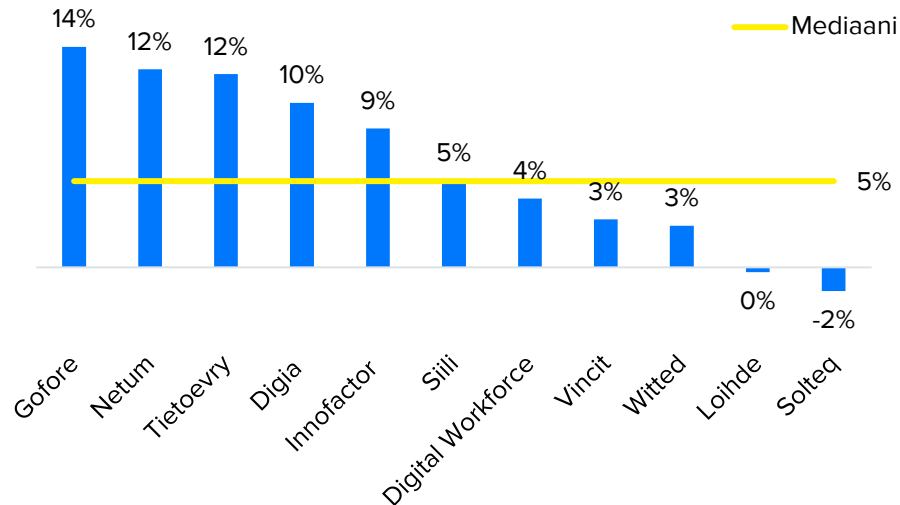
## Liikevaihdon orgaaninen kasvu Q1'24



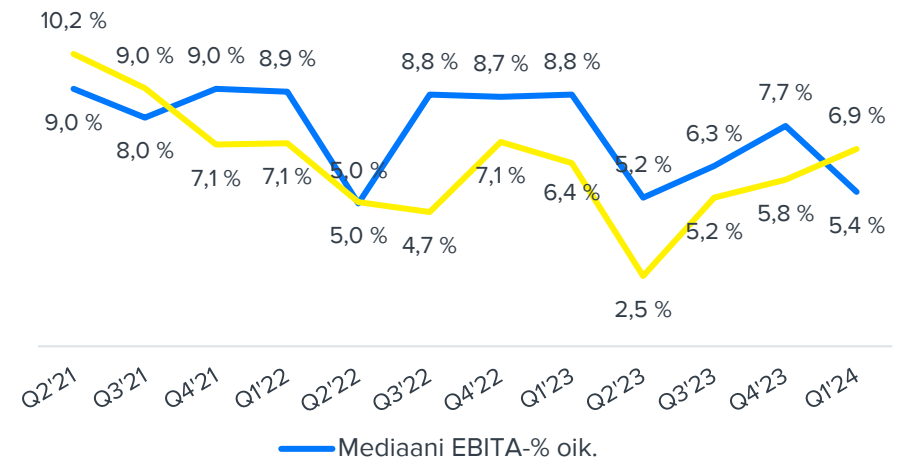
## Suomen listattu IT-palvelusektori, liikevaihto



## EBITA-% (oik.) Q1'24



## Suomen listattu IT-palvelusektori, kannattavuus



# Sektorin yrityskauppoja Pohjoismaissa

Päivämäärä	Ostaja	Kohde	Liikevaihto MEUR	EBITDA MEUR	EBITDA-%	Henkilöstö	EV MEUR	EV/Sales	EV/EBITDA
05/24	Eficode	Jodacus	11,5			45			
09/23	Digia	Top of Minds	10,0	1,4	14 %	63			
08/23	Eficode	Avoset	9,7			20			
08/23	Witted	Loihde Advisory Ab	1,9	-0,1	~4%	10			
07/23	Netum	Buutti Oy	9,3	1,1	12 %	110	10,0	1,1x	9,1x
04/23	Azets	Solteqin Microsoft ja Retail toimintoja	11,2	1,5	~13 %	60	15-20	1,3x-1,8x	10x-13x
02/23	DNV Group	Nixu	60,2	2,4	4 %	393	98,0	1,6x	41x
01/23	Netum	Studyo	1,3	0,1		14			
01/23	Investcorp International	Eficode Oy	150,0			600			
11/22	Solteq	S2B Energia Oy				10			
11/22	Loihde	Onrego	7,1	0,5	7 %	30	4,3	0,6x	~9x
11/22	Gofore	eMundo	~8	0,8	9 %	96	8,0	~1x	~8x
10/22	Digia	Avalon	2,4	0,4	15 %	24			
10/22	Eficode	Clearvision							
10/22	Siiili	Haallas	5,8	0,9	~15%	>50	3,75-9,0	0,6x-1,6x	4x-10x
09/22	Witted	Nexec Oy	12,8	0,7	5,8 %	80	8,3-12	0,7x-0,9x	11x-16x
07/22	Vincit	Bilot (sulautuminen)	30,5	0,6	2,1 %	195			
06/22	Digia	Productivity Leap Oy	5,5	1,2	22 %	35			
06/22	Innofactor	Invenco Oy	6,3	0,4		50	3-7	0,5x-1,1x	8x-19x
06/22	Knowit	Marketing Clinic Oy	10,5			60	8,5-10	1,0x	
05/22	Pinja	Oiwa	2,1			25			
04/22	Digia	MOST Digital	3,0	0,0	0 %	34			
01/22	Gofore	Devecto	10,7	2,0	19 %	130	21-26	2,0x-2,4x	10x-13x
01/22	Solteq	Energy Solutions Oy	2,2	0,3	~15 %	>20	4,5	2x	15x
11/21	Norvestor	Pinja	40,0			450			
11/21	HiQ	Lamia	8,3	2,7	33 %	90			
10/21	NetCompany	Intrasoft International S.A.	197,0	18,0	9 %	2800	235	1,2x	13,1x
10/21	Netum	Cerion Solutions Oy	3,6	0,5		38	6-7,1	~1,8x	9x
10/21	Bilot	Motley	4,1	0,2		40	5,1	1,2x	26x
09/21	KnowIT	Capacent (johdon konsultointi)				50			
08/21	HiQ	Advicon				25			
08/21	Advania	Visolit				1200			
06/21	Eficode	Contribyte	3,8						
05/21	eCraft (Fellowind)	Project-IT	12,0			30			
05/21	Eficode	Beecom (SUI)	10,0	1,5	15 %	58	10	1,0x	6,7x
05/21	Loihde	Talent Base Oy	7,4	1,1	15 %	58	10	1,4x	9x
05/21	HiQ	Scandio (GER)				100			
05/21	Knowit	Cybercom				1200			13x
04/21	Vincit	Bonsky Digital	2,7	0,2	7 %	30	2,7-3,0	1,0x-1,1x	13x-15x
03/21	TSS	Innofactorin Prime-liiketoiminta	>2			15			
02/21	Aucerna	TietoEVRY:n öljy ja kaasua -liiketoiminta	~50			430	155	3,2x	
02/21	Solteq	Partiture Oy	2,4	1,0	40 %	16		1x	2x-3x
02/21	Gofore	CCEA ja Celkee Oy	5,6	1,2	21 %	50		1,1x	5,1x

# Kilpailukenttä 1/5

## Kilpailijoita kolmessa tasossa

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

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

## Siilin kilpailijat

Siilin kilpailijoita ovat suuret ja usein kansainväliset IT-generalistit sekä pienemmät ohjelmistokehitystalot. Generalisteista esimerkkinä voidaan mainita Tietoevry, CGI, Capgemini ja Accenture. Pienemmistä ohjelmistokehitystaloista kilpailijoina voidaan mainita Reaktor, Gofore, Futurice, Vincit ja Solita. Selkeitä yksittäisiä pääkilpailijoita on kuitenkin vaikea osoittaa kentän pirstaleisuuden vuoksi. Siili asemoituu näiden toimijoiden väliin toimintamallilla, joka pyrkii yhdistämään pienen toimijan ketteryuden, luovan osaamisen, vahvan teknologiaosaamisen sekä riittävän toimituskyvykkyyden ja palvelutarjoaman vastata suurten asiakasorganisaatioiden tarpeisiin. Yhtiö pyrkii kasvamaan asiakasorganisaatioissaan

kriittisen kumppanin rooliin usein ottamalla osuutta IT- ja digitalisaatioinvestoinneista asiakkaan vakiintuneilta IT-toimittajilta.

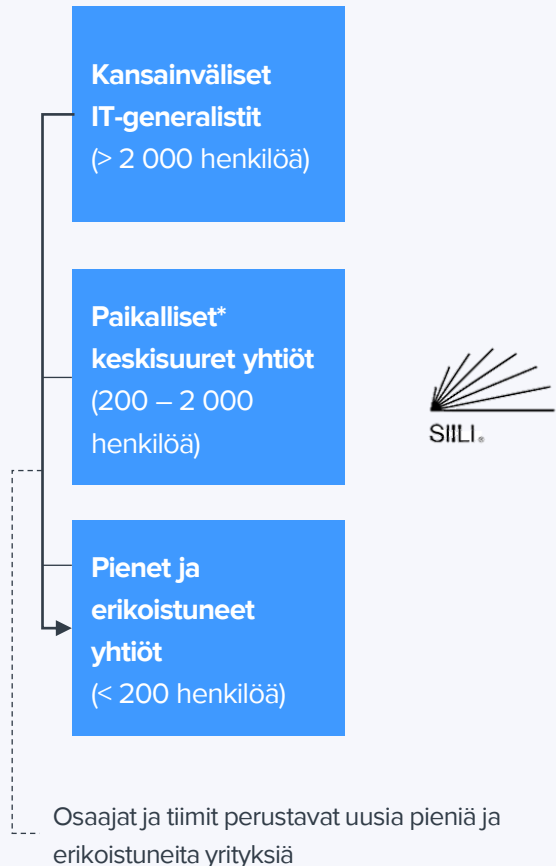
## Osaamisalueiden kilpailijat

Siili kykenee haastamaan sekä perinteiset tietojärjestelmäintegraattorit että pienet luovat toimistot. Palvelualueittain kilpailua on seuraavasti:

- Digipalveluiden ohjelmistokehityksessä (Digital Experience) ja luovassa suunnittelussa lähimpiä kilpailijoita ovat esimerkiksi Vincit, Reaktor, Gofore, Futurice ja Solita. Suurissa järjestelmähankkeissa vastassa ovat myös laajan tarjoaman omaavat IT-palvelutalot (kuten Digia ja Tietoevry).
- Ohjelmistoautomaatiossa kilpailijoita ovat vakiintuneet IT-generalistit sekä erikoistuneet toimijat (kuten Digital Workforce).
- Siili One kilpailee IT-osaajien hubittajia, kuten Ework Groupia ja Wittediä vastaan sekä muiden IT-palveluyhtiöiden alihankkijaverkostoja vastaan. Ratkaisevaa tällä alueella on kyky houkuttaa osaajia ja yhdistää ne asiakastarpeisiin. Kilpailu on viime vuosina kuitenkin kiristynyt.
- Autoteollisuudessa kilpailukenttä on pirstaleinen ja vastassa ovat globaalit IT-konsultit ja lukuisat sektoriin erikoistuneet toimijat.
- Cloud Managed Services -alueella Siili haastaa etenkin suuria IT-generalisteja (kuten Tietoevryä) ja markkinaa tähtäävät myös erikoistuneet toimijat (kuten Nordcloud) sekä monet IT-palvelutalot (kuten Gofore).



## Kilpailukentän dynamiikka



\*Keskiuurista yhtiöistä löytyy myös kansainvälisiä yhtiöitä kuten Siili, Gofore, Digia, Witted, Solteq, Vincit ja Innofactor.  
Lähde: Inderes

# Kilpailukenttä 2/5

## Suurien skaalaa vastaan taistellaan eri keinoin

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

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

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

enemmän päällekkäisyyttä).

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

## Kilpailuetuja rakennettava jatkuvasti

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



## Siilin kilpailutekijät

### Vahvistavat tekijät

- Kyvykkyys toimittaa vaativia hankkeita vs. pienet toimijat
- Ketteryyden, reagointi- ja uudistumiskyky vs. suuret generalistit
- Osaamisen hallinta ja kyky houkutella osaajia
- Digitaalisen kokemuksen (DX) osaaminen
- Terävät osaamiskärjet tietyillä palvelualueilla ja toimialoilla
- Kasvatvat near-shore resurssit

### Heikentävät tekijät

- Heikko hinnoitteluvoima
- Ei vielä merkittävää ylläpitoliiketoimintaa tai jatkuvuutta, mutta yhtiö jatkaa tämän rakentamista
- Useita pieniä ketteriä toimijoita haastajina, monilla palvelualueilla matala alalle tulon kynnyksen
- Kapeampi tarjooma vs. generalistit, joilla mittavat offshore-resurssit, laaja tarjooma ja kyvykkyys toimittaa korkean riskin suuria hankkeita

# Kilpailukenttä 3/5

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

## Vertailuryhmän kasvu ja kannattavuus

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

Vertailuryhmän kasvun mediaani vuositasolla 2019-2023 oli noin 16 % (keskiarvo 19 %), mitä selittää markkinan kasvu, monien toimijoiden nopea orgaaninen kasvu sekä yrityskaupat. Voimakkaimmin kasvaneet yhtiöt ovat laajentuneet niin yritysostoin kuin myös orgaanisesti. Siili on myös vauhdittanut kasvuaan useilla yritysostoilla. Vahvoja orgaanisia kasvajia ovat olleet mm. Gofore, Solita, Siili, Witted, Futurice, Netum, Luoto, Eficode, Bouvet ja Netcompany. Hitaimmin ovat kasvaneet suuremmat toimijat, jotka ovat kärsineet markkinan murreksesta (kuten Tietoevry, Enfo ja CGI).

Kasvua tarkasteltaessa Suomen IT-markkinalla pienet erikoistuneet toimijat kasvoivat 2010-luvulla ja 2022 asti selvästi markkinaa paremmin. Tämä heijastaa perinteisen järjestelmäkehityksen kysynnän hiipumista ja IT-kysynnän painottumista uusille alueille, joihin pienemmät ja ketterämmät toimijat ovat pystyneet tehokkaammin vastaamaan. Viimeisen parin vuoden aikana monet aikaisemmin pienet ja ketterät toimijat ovat kuitenkin kasvaneet suhteellisesti jo isompaan kokoluokkaan ja kasvuvauhdin ylläpitäminen käy

yhä haastavammaksi. Tämä on näkynyt joillain yhtiöillä orgaanisen kasvuvauhdin hidastumisena. Selkeä erottuva yhtiö on tanskalainen Netcompany, joka lähes 5000 osaaajasta (nyt 7800) huolimatta pystyi kasvamaan palveluliiketoiminnassa orgaanisesti ~20 % vuosivauhtia ja tekemään yli 25 %:n EBITDA-marginaalia. Lisäksi Goforen orgaaninen kasvu on ollut erittäin vahvaa viime vuosina, vaikka yhtiö on saavuttanut jo merkittävän kokoluokan.

Kannattavuuden osalta vertailujoukon keskiarvo on 11 % (mediaani 12 %) käyttökatteella mitattuna vuositasolla 2019-2023 (2018-2022: 11 %). Yhtiöt ovat keskimäärin kannattavuudeltaan terveellä tasolla. IFRS-16-muutos nosti IFRS-kirjanpidossa olleiden yhtiöiden käyttökatemarginaaleja noin 1-3 %-yksikköä vuodesta 2019 alkaen (efekti laimeampi keskiarvoja katsottaessa). Tämä heikentää vertailukelpoisuutta vuotta 2019 edeltävään jaksoon ja erityisesti FAS-kirjanpidossa oleviin yhtiöihin. IT-palveluiden toimialalla olemme pitäneet yli 10 % EBITDA-tasoa hyvänä kannattavuustasona (ilman IFRS-16-vaikutusta). Yksinumeroisiin kannattavuustasoihin yhtiöiden ei pitäisi olla tyytyväisiä. Suuret generalistit Tietoevry ja CGI ovat tehneet hyvää kannattavuutta hitaasta kasvusta huolimatta, mikä perustuu niiden vahvaan markkina-asemaan ja ohjelmistoliiketoimintaan.

Kannattavuuden ja kasvun yhdistelmää viiden vuoden ajalta vertailemalla markkinassa erottuvat muutamat toimijat ylitse muiden. Tähtipelaajien lokeroon asettuvat suomalaisista yhtiöistä Gofore, Solita ja Netum sekä tanskalainen Netcompany, isobritannialainen Kainos, norjalainen Bouvet ja Yhdysvaltalaiset Globant, Endava sekä Epam. Lisäksi Digia ja Luoto ovat aivan rajoilla.



## Kasvuajurit

### Pitkä aikaväli

- Digitalisaatio kiihdyttää ja kasvattaa markkinaa.
- Tekoäly luo uusia kasvumahdollisuuksia
- IT:stä tulee yhä keskeisempi osa yhtiöiden liiketoimintaa ja strategiaa
- Asiakashintojen nousu
- IT-palvelumarkkinan määritelmä laajenee
- Kansainvälistyminen ja near-shoren kasvattaminen
- Yritysostot

### Lyhyt aikaväli

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



## Kannattavuusajurit

### Lyhyt aikaväli

- Asiakashinnoissa painetta
- Laskutusasteet
- Vaihtuvuuden hallitseminen
- Palkkainflaation hillitseminen
- Tehokkuuden parantaminen

# Kilpailukenttä 4/5

## Kilpailijoiden taloudellinen kehitys 5v



Käyttökate-% keskimäärin 2019-2023

Lähde: Inderes, yhtiöt. Luvut sisältävät IFRS 16 -muutoksen vuodesta 2019 lähtien. Yhtiöt, jotka eivät ole IFRS:ssä: Witted, Vincit, Netum, Luoto.

\*vuodet 2018-2022

\*\* Vincitin ja Bilotin konsolidoidut luvut

Loihteen osalta käytetty digitaalisen kehityksen liikevaihdon kehitystä ja konsernin käyttökate.



## Kilpailukentän profiili



### Tähdet

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

### Kasvajat

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

### Tuloskoneet

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

### Käänneyhtiöt

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

# Kilpailukenttä 5/5

Suomen markkinarakenne asiakaskoon ja palvelualuekohtaisen asemoitumisen perusteella

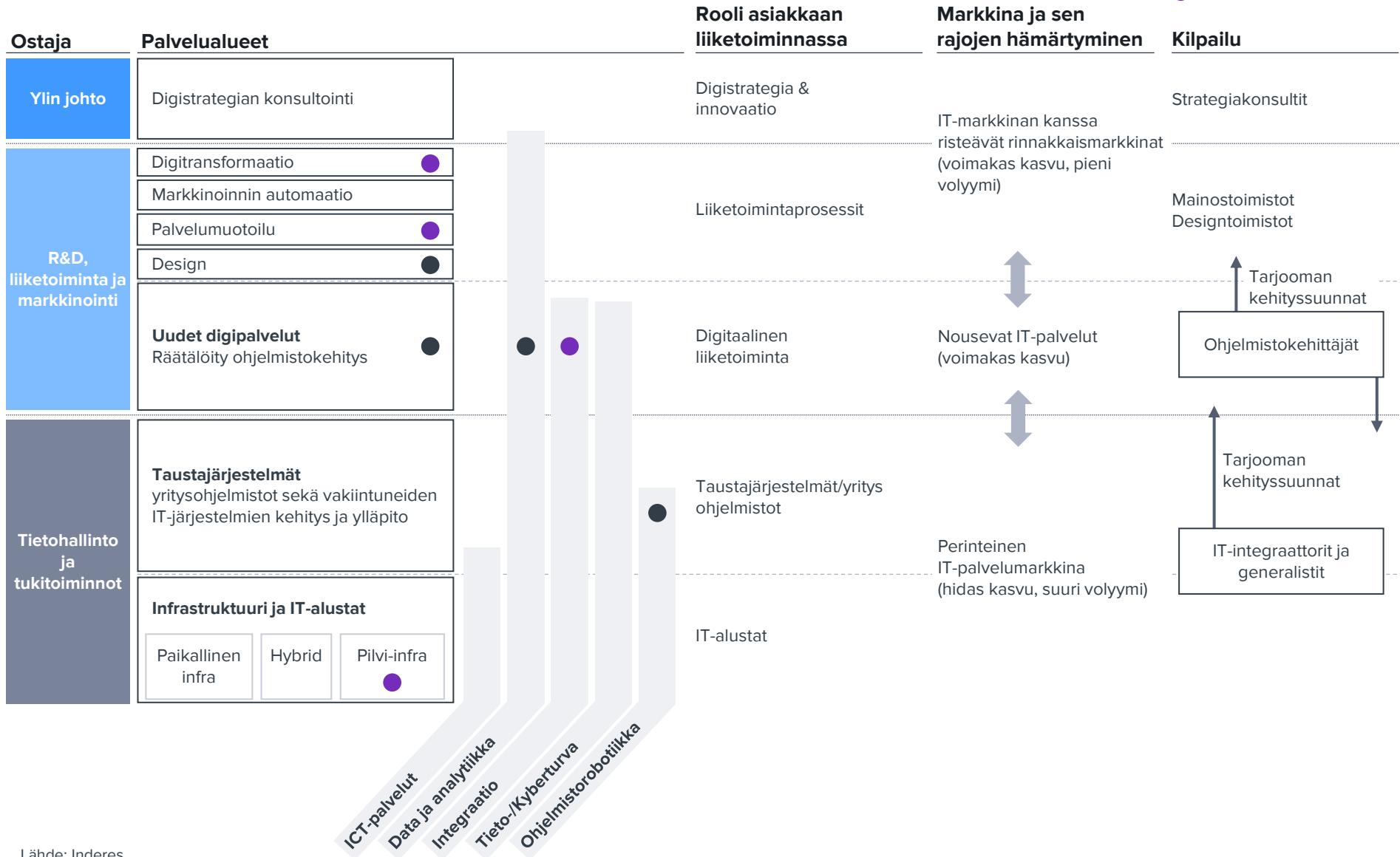




# IT-palvelumarkkinan jakautuminen

## Siilin tarjonta

- Ydinsaamisalue
- Osaamisalue



# Listattujen verrokkien operatiiviset luvut

	Markkina-	EV	Liikevaihdon kasvu-% (CAGR)			Oik. EPS kasvu (CAGR)			Oik. EBIT-%					Nettotulos-		Netto-	Nettovelka
	arvo																
	2024	2024e	20-23	24e	24e-26e	20-23	24e	24e-26e	22	23	24e	25e	26e	23	24e	24e	24e
Netum	36	41	28 %	22 %	3 %	NaN	48 %	14 %	8,7 %	7,4 %	10,3 %	10,4 %	10,6 %	-3 %	-1 %	40 %	1,3
Solteq	11	35	-2 %	-6 %	4 %				0,7 %	-6,7 %	2,4 %	6,3 %	7,4 %	-9 %	-2 %	149 %	
Innofactor	46	50	7 %	3 %	4 %	0 %	35 %	15 %	7,1 %	7,5 %	8,0 %	8,8 %	8,9 %	4 %	6 %	14 %	0,6
Digia	150	164	11 %	5 %	3 %	0 %	16 %	10 %	9,3 %	8,9 %	9,9 %	10,2 %	10,4 %	5 %	6 %	17 %	0,7
Tietoevry	2198	3077	1 %	1 %	3 %	-1 %	-2 %	9 %	12,9 %	12,6 %	12,6 %	12,9 %	13,3 %	6 %	6 %	55 %	2,4
Vincit	45	34	23 %	-8 %	7 %	-31 %	18 %	32 %	6,1 %	3,4 %	4,6 %	6,0 %	6,7 %	-3 %	0 %	-34 %	-3,1
Siili Solutions	65	67	14 %	-4 %	5 %	-5 %	0 %	20 %	9,8 %	7,1 %	6,5 %	6,8 %	7,6 %	4 %	3 %	4 %	0,2
Gofore	392	367	34 %	1 %	11 %	30 %	-1 %	14 %	14,7 %	14,1 %	14,1 %	14,3 %	14,5 %	10 %	9 %	-23 %	-0,9
Witted Megacorp Oyj	26	18	60 %	-15 %	8 %	NaN	NaN	50 %	0,5 %	-0,2 %	2,6 %	4,4 %	4,8 %	-2 %	0 %	-53 %	-12,4
Digital Workforce	51	36	9 %	7 %	11 %	NaN		70 %	-5,0 %	-0,2 %	3,9 %	6,5 %	11,4 %	-3 %	4 %	-94 %	-30,0
Loihde	71	67	10 %	1 %	3 %	NaN		35 %	3,2 %	0,5 %	2,9 %	4,6 %	5,2 %	0 %	2 %	-4 %	-1,8
<b>Mediaani</b>	<b>51</b>	<b>50</b>	<b>11,4 %</b>	<b>1,1 %</b>	<b>4,5 %</b>	<b>0 %</b>	<b>16 %</b>	<b>17 %</b>	<b>7,1 %</b>	<b>7,1 %</b>	<b>6,5 %</b>	<b>6,8 %</b>	<b>8,9 %</b>	<b>0 %</b>	<b>3 %</b>	<b>4 %</b>	<b>-0,4</b>
<b>Keskiarvo</b>	<b>281</b>	<b>360</b>	<b>17,8 %</b>	<b>0,8 %</b>	<b>5,7 %</b>	<b>-1 %</b>	<b>16 %</b>	<b>27 %</b>	<b>6,2 %</b>	<b>5,0 %</b>	<b>7,1 %</b>	<b>8,3 %</b>	<b>9,2 %</b>	<b>1 %</b>	<b>3 %</b>	<b>6 %</b>	<b>-4,3</b>

Lähde: Inderes

# Strategia ja taloudelliset tavoitteet 1/4

## Uutena toimialafokus ja avainasiakkuus

Siili rakensi vuosien 2018-2020 aikana perustan yhtiön seuraavalle kasvuvaiheelle. Vuonna 2020 Siili tarkensi strategiaansa ja päätti keskittyä jatkossa vahvemmin digitaalisten kokemusten (Digital Experience) kehittämiseen sekä vauhdittaa kansainvälistymistään. Kansainvälinen kasvu painottui historiassa Siili Autoon. Vuodesta 2021 lähtien onnistuneelta vaikuttava Supercharge-yritysosto alkoi tukea kansainvälistä kasvua. Vuonna 2022 yhtiön liiketoiminnot alkoivat tehdä tiiviimpää yhteistyötä ja sulautuvat enemmän yhdeksi kokonaisuudeksi. Vuoden 2023 alusta yhtiö organisoitui [toimialakohtaisesti](#) ja alkoi hakemaan selkeämmin syvempiä asiakkuuksia.

Siilin strategiset painopistealueet:

- 1) Toimialat** - Julkishallinto, finanssi, teollisuus ja palvelut sekä autoteollisuus (ulkomailla).
- 2) Markkinat** - Suomi, UK, Hollanti ja Saksa.
- 3) Kohde asiakkaat** - Suuret ja keskisuuret asiakkaat korkealla digimaturiteetilla.

Näkemyksemme mukaan strategian tarkentuminen on siinä mielessä luonnollista että se fokusoituu nyt yhtiön vahvuuksien ympärille valituilla toimialoilla ja olemassa olevilla markkinoilla. Toimialoittain finanssi on suurin osa-alue ja yhtiö on ollut siinä vahva jo vuosia Suomessa, mikä tukee onnistumisia myös jatkossa. Teollisuus ja palvelut ovat vahvuuksia, jotka perustuvat myös pääosin Suomen osaamiseen. Julkisen sektorin laajentumista yhtiö on tavoitellut vahvemmin vuodesta 2022,

vaihtelevalla menestyksellä, sillä suuria kilpailutusvoittoja on tullut, mutta matalilla hinnoilla. Siili vahvisti 2022 lopulla julkisen sektorin osaamista [Haallas-yritysostolla](#), mikä oli ajoituksen näkökulmasta harmillisesti epäonnistunut. Autotoimialalla yhtiöllä on myös ollut vahvaa osaamista jo vuosia, joka pääosin tehdään Puolasta ja jota viedään pääosin saksaan. Autotoimiala on kuitenkin syklistä ja kilpailu on kovaa, joka tekee kasvusta vaikeampaa.

Fokusmarkkinat ovat olemassa olevia markkinoita ja tulevat näkemyksemme mukaan jatkeena toimialafokuksesta. Tähän peilaten kasvupotentiaali on näkemyksemme mukaan hieman vaihtumassa aikaisemmasta vahvemmin odotetusta kansainvälisestä kasvusta myös kotimaahan. Lisäksi Superchargen fokus (UK ja Hollanti) on muuttunut innovatiivisista hankkeista kohti suurempia korkeamman digimaturiteetin hankkeita, joka voi viedä aikaa. Onnistuessaan Superchargen asiakasfokuksen muutoksessa se vahvistaa toki kansainvälisen kasvun näkymää, mutta lyhyellä aikavälillä onnistumisen suhteen on epävarmuutta. Lisäksi Siili on sanonut haluavansa viedä Suomen vahvaa toimialaosaamista finanssialalta ulkomaille. Kansainvälisessä kasvustrategiassa on näin useita muutoksia, joka kuulostaa ”paperilla” hyvältä, mutta muutos voi viedä aikaa ja vaati näyttöjä. Autovertikaalin (Saksa) fokus on ennallaan ja siellä yhtiö on onnistunut kasvamaan historiassa, mutta syklinen asiakaskunta ja markkinatilanne luovat lyhyellä aikavälillä haasteita.

## Fokus toimialat:



## Markkinat



## Siilin kasvuajurit:

### Orgaaninen kasvu

- Rekrytoinnit
- Laskutusasteet
- Asiakashinnat

### Yritysostot

- Kansainvälinen laajentuminen
- Osaamisportfolion laajentaminen
- Strukturoinnista riippuen pääomistus tai kokonaan hankinta

# Strategia ja taloudelliset tavoitteet 2/4

Yhtiö tavoittelee suuria ja keskisuuria asiakkaita, minkä myötä yhtiön keskimääräinen asiakaskoko ja kasvupotentiaali asiakkaassa kasvaa. Yhtiön tavoittelemat kohdeasiakkaat noudattelevat IT-markkinan trendejä. Näkemyksemme mukaan toimialastrategian kautta se avaa myös luonnollisemmat ja siten paremmat mahdollisuudet kasvattaa asiakaskokoa ja kasvaa strategiseksi kumppaniksi. Siilillä on ymmärryksemme mukaan hyvä asiakaspito, mikä luo myös hyvän pohjan strategialle. Kriittistä on siis pystyä kasvattamaan asiakaskokoa. Yhtiö on kertonut panostavansa nyt myös erityisesti ylläpitoon, mikä luo kriittistä jatkuvuutta asiakassuhteeseen ja kasvattaisi myös asiakkuuskokoa.

Siilin pääkohdeasiakas on yhtiö korkealla digimaturiteetilla. Tämä tarkoittaa samalla, että asiakas on ostajana ”kokeneempi” ja vaikeampi. Onnistuessaan korkean digimaturiteetin asiakkaissa tarkoittaa se samalla Siilin kilpailukyvyyn olevan hyvä.

## Taloudelliset tavoitteet vuosille 2023-2026 ovat nykyisessä markkinassa epärealistiset

Siili tavoittelee 20 %:n vuosittaista liikevaihdon kasvua vuosina 2023-2026, josta orgaanisen kasvun osuus on noin puolet. Yhtiö tavoittelee kasvua 1) Suomessa nykyisissä asiakkaissa ja vahvemmin julkisella sektorilla, 2) kansainvälisissä asiakkaissa erityisesti Siili Auton ja Superchargen kautta 3) yritysostojen kautta. Yhtiö on useampana vuotena päässyt tavoitteeseen, mutta kokoluokan kasvaessa käy se yhä haastavammaksi. Markkinatilanne luo selkeitä haasteita ja nykymarkkinassa pidämme kasvutavoitetta epärealistisena. Markkinatilanteen parantuessa, pidämme sitä jälleen mahdollisena. Lähivuosina

odotamme orgaanisen kasvun jäävän hieman tavoitteista ja kokonaisuutena 20 %:n kasvutavoite vaati nähdäksemme uusia yritysostoja.

Kannattavuuden osalta Siilin EBITA-% tavoite on 12 % liikevaihdosta, mikä on sektorin keskimääräistä tasoa korkeampi. Yhtiön kannattavuus parani useamman vuoden ajan ja oli 10 %:n tasolla vuonna 2022. Nykyisessä markkinatilanteessa kannattavuustavoite on myös epärealistinen ja vaatii toteutuakseen vetoapua myös yleiseltä markkinalta. Yhtiön hyvä kannattavuus oli pitkälti muutamien toimintojen (VALA ja Supercharge) vetämää ja vaatii arviomme mukaan laajempaa vetoapua erityisesti suurelta Suomen markkinalta päästääkseen kestävästi yli 10 %:n tason.

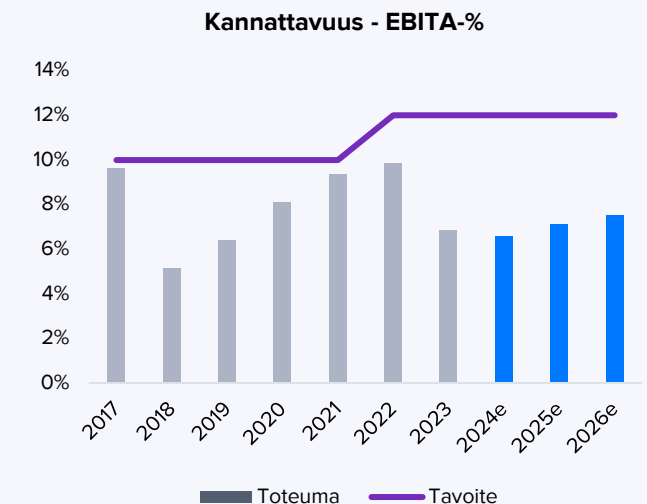
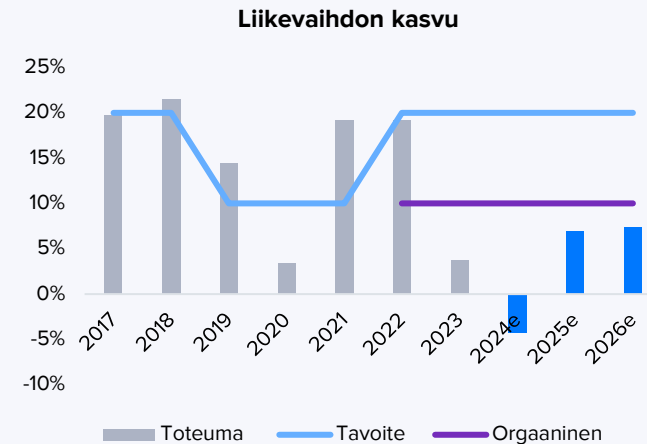
Osinkopolitiikkana yhtiöllä on jakaa 30-70 % tuloksesta osinkoina. Arvioimme yhtiön panostavan yritysostoihin ja olevan tavoitehaarukan alalaidalla lähivuosina.

## Kansainvälistyminen vetää tuloskasvua pitkällä aikavälillä

Siilin kansainvälinen liiketoiminta oli vuoteen 2020 asti käytännössä pelkästään Siili Auton toimintaa. Autoteollisuuden jatkuva digitalisoituminen on merkittävä kasvomahdollisuus, johon Siili pyrkii iskemään yhdistämällä luovuuden ja teknologiaosaamisen. Autoteollisuuden perinteisesti sulkeutuneen arvoketjun haasteita Siilin kaltaiselle edelleen suhteellisen uudelle ja pienelle toimijalle ovat vaativat, vahvan neuvotteluvoiman ostajat ja niiden haastavat, korkean riskin tuotekehityshankkeet. Hyvää kysyntää ja kasvua sektorilla on varmasti pitkällä aikavälillä, mutta kohdemarkkina on hyvin vaativa ja syklinen.



## Taloudelliset tavoitteet



# Strategia ja taloudelliset tavoitteet 3/4

Yhtiö vauhditti kansainvälisten toimintojen kasvua avaamalla Puolaan uuden osaamiskeskuksen vuonna 2020 lopussa. Yhtiö näkee Puolan osaajamarkkinan hyvin mielenkiintoisena ja vaikka siellä myös on palkkataso noussut, niin se on edelleen houkutteleva near-shore markkina. Puolassa on osaajia runsaasti saatavilla ja sieltä pystyy toimittamaan korkeamman asiakashinnan markkinoihin edelleen paremmalla katteella. Lisäksi Supercharge-yritysoston myötä Unkariin avautui matalakustanteista toimituskapasiteettia ja myyntitoimistot houkuttelevan hintapisteen markkinoille kuten Iso-Britanniaan.

Arvioimme yhtiön kansainvälisten toimintojen vetävän tuloskasvua pitkällä aikavälillä. Arvioimme mukaan autoliiketoiminta on Siilin osa, joka olisi edelleen yhtiöstä helposti irrotettavissa ja exit on pitkällä aikavälillä yhtiölle relevantti mahdollisuus. Unkarin (Supercharge) ja Puolan yksiköt ovat vahvemmin sidoksissa yhtiön ydinliiketoimintaan ja näissä näemme selkeitä synergioita kotimaan liiketoimintaan Siilin laajentuessa toimialafokuksella Keski-Euroopan asiakkuuksiin.

## Yrityskaupat

Siilillä on vahva kokemus yrityskauppavetoisesta kasvusta ja yhtiön nyky rakenne on pääsoin muodostunut 13 historian aikana tehdystä yritysjärjestelystä. Yrityskaupoilla on pääasiassa hankittu täydentäviä uusia osaamisalueita, joiden kautta ovat muotoutuneet yhtiön nykyiset palvelualueet. Yrityskaupat ovat olleet pääasiassa melko pieniä ja ne on integroitu historiassa tiiviisti. Yhtiön viimeisimmät yritysjärjestelyt ovat rakenteeltaan pääsoin erilaisia ja näissä yhtiö on ostanut vain enemmistöosuuden ostokohteista. Tämä kaupan strukturointi on osoittautunut

tavallaan toimivaksi VALA Group ja Supercharge yritysostoissa. Muilla sektorin toimijoilla kohdeyhtiön avainhenkilöitä on insentivoitu vahvemmin lisäkauppahinnoilla. Molemmissa struktuureissa on hyvät ja huonot puolensa. Siilin enemmistöomistuksissa positiivista on vahvempi sitouttaminen, mutta toisaalta se estää vahvemman integroinnin. Vastaavasti lisäkauppahintastrukturointi ei sitouta yhtä hyvin, mutta mahdollistaa suoran integroinnin ja arvonekehityksen kokonaan itselleen. Viimeisimmässä Haallas-yritysostossa ostettiin kuitenkin koko osakekanta ja pieni lisäkauppahinta maksettiin nopeasti.

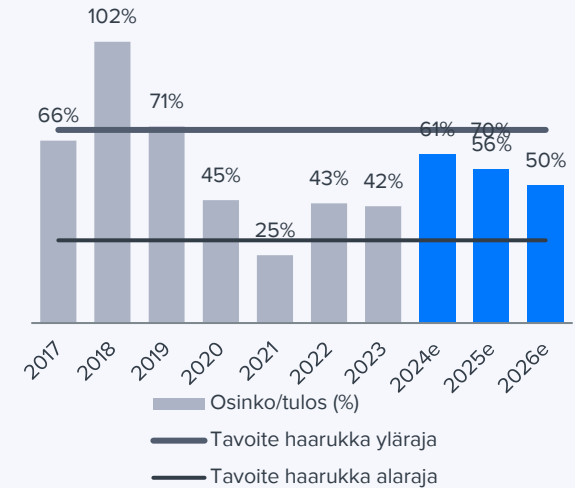
Siili on historiassa noudattanut hyvää kurinalaisuutta yritysostojen arvostuksissa. Kohteiden ostohinnat EBITDA-kertoimella tarkasteltuna ovat olleet suhteellisen maltillisia ollen 3x-8x tasolla. VALA Group omistusten [lisälunastukset](#) ovat tapahtuneet laskelmiemme perusteella noin 10x EV/EBIT kertoimella.

Strategian viestien ja taloudellisten tavoitteiden perusteella Siili on aktiivinen yritysostoissa. Arvioimme uusien ostojen voivan kohdistua kotimaahan tai ulkomaille, mutta painopisteen olevan ulkomailta. Kansainvälisesti yhtiö tavoittelee sillanpääasemaa finanssialan asiakkaisiin UK:ssa tai Pohjoismaissa. Pohjoismaat olisivat yhtiölle uusi avaus, mikä nostaa hieman riskitasoa, kun sitä ei pystytä integroimaan lokaalisti mihinkään osaan Siiliä. Lisäksi yhtiö on maininnut dataosaamisen ja arvoketjuposition parannuksen toiveiksi. Kyseiset osaamiset ovat lähtökohtaisesti näkemyksemme mukaan yhtiön arvostustasoja korkeammat ja lisäävät siten omistaja-arvon luonnin epäonnistumisen riskiä.

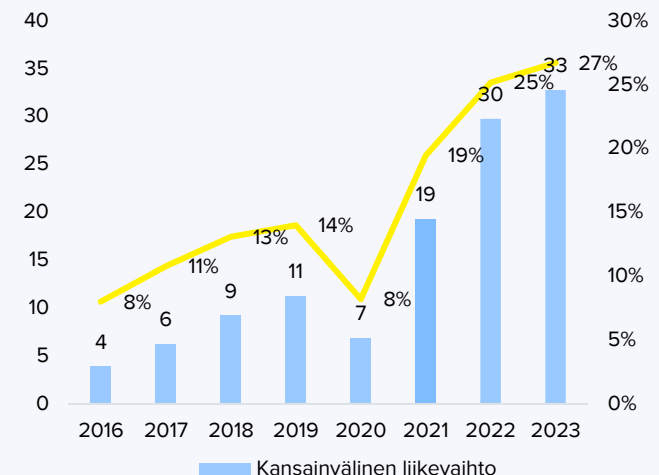


## Taloudelliset tavoitteet

### Osinko/tulos (%)



### Kansainvälinen liikevaihto



# Strategia ja taloudelliset tavoitteet 4/4

Yhtiö tavoittelee 1-2 yritysostoa vuodessa, jotta ostokohteet eivät olisi liian isoja ja riskit paremmin hallittavissa. Markkinan ollessa haastava sektorilla tapahtui viime vuonna hyvin vähän yritysjärjestelyjä, mutta Siili toteutti pienen [liiketoimintakaupan](#), jonka kautta se laajeni Kuopioon. Tärkeimmät yritysostokriteerit ovat yhtiön mukaan kulttuurien yhteensopivuus, terve liiketoiminta ja arvostustaso. Näkemyksemme mukaan ilman kulttuurien yhteensopivuutta yritysjärjestelyä on hyvin vaikea saada onnistumaan.

Nykymarkkinassa yritysostoihin on näkemyksemme mukaan suhtauduttava erityisellä tarkkuudella, sillä osajia on runsaasti saatavilla myös orgaanisesti. Kaupasta tulisi saada strategista lisäarvoa, maantieteellisen tai kriittisen osaamisportfolion laajentumisen muodossa. Pelkän asiakasportfolion ostaminen kuulostaa riskialttiilta, sillä heikko kysyntä vaikuttaa jotenkin lähes kaikkiin asiakastoimialoihin.

## Supercharge vähemmistöomistusten mahdollinen lunastus

Siilin vähemmistöomistajat VALA Groupissa ja Supercharge yritysostoissa ovat käytännössä samantyyppiset rakenteeltaan. Siilin ostaman yhtiön palveluksessa jatkavilla vähemmistöomistajilla on oikeus luopua omistuksestaan vuosittain X vuoden jälkeen. Myös Siilillä on tiettyjen ehtojen täytyessä osakkeita koskeva lunastusoikeus. Näkemyksemme mukaan riskit loppuosuuksien lunastamisessa voivat kuitenkin hyvin olla saavutettuja hyötyjä suuremmat, mikäli liiketoiminta edelleen on riippuvainen

vähemmistöomistajista. Toisaalta, mikäli liiketoiminta on saatu hyvin kehittymään ja erityisesti integroitua Siiliin, niin järjestely on positiivinen. Toki arvonaluonti riippuu myös lunastuksien arvostuksesta.

Siili omistaa VALA Groupista nyt 95 %, kun yhtiö osti 15 % lisää toukokuussa 2024. Vala Group lunastuksen arvostus oli laskelmiemme perusteella noin 10x EV/EBIT ja kommentti tähän liittyen on luettavissa [tästä](#). Loput 5 % ovat henkilöstöllä sekä alihankkijoilla ja omistuksien lunastus on ymmärryksemme mukaan osakassopimuksessa määriteltujen ehtojen mukaan mahdollista.

Superchargesta Siili omistaa nyt 70 %. Yhtiö lunasti 15 % lisää toukokuussa 2024, josta kommentti on luettavissa [tästä](#). Pidämme hyvin mahdollisena, että yhtiö tulee lunastamaan ”VALA Group”-tyyppisesti lisää omistusta, mutta ei koko loppuosuutta. Näin Superchargen perustajilla ja nykyisillä vähemmistöomistajilla olisi edelleen vahvemmat kannusteet kehittää yhtiötä. Siilillä sekä Superchargella on oikeus toteuttaa kauppa lopuista 30 %:sta Superchargen osakkeista vaiheittain vuosien 2025–2026 aikana. Kauppahinta määräytyy Superchargen vuosien 2024–2025 kannattavuuden perusteella. Johdon kommenttien perusteella lunastuksen arvostuskertoimet ovat ”toimialan normaalitasoa”, mikä näkemyksemme mukaan on EV/EBIT 9-10x. Superchargen lisäkauppahintavelka oli 12,5 MEUR vuoden 2023 lopussa, josta 1/3 osa lunastettiin toukokuussa. Eli yhtiö arvottaa Superchargen 28 MEUR:n markkina-arvoon.



## Siilin yrityskaupat

Comvise Oy	2012	2013
Liikevaihto, MEUR	1,7	1,8
EBITDA, MEUR	0,4	0,6
EBITDA-%	24 %	33 %
EV/Liikevaihto	1,2	1,1
EV/EBITDA	4,9	3,3

Codebakers Oy	2013	2014
Liikevaihto, MEUR	3,3	3,3
EBITDA, MEUR	0,0	0,3
EBITDA-%	-1 %	9 %
EV/Liikevaihto	0,5	0,5
EV/EBITDA	neg.	5,6

Avus Consulting Oy	2013	2014
Liikevaihto, MEUR	7,4	8,9
EBITDA, MEUR	1,4	1,8
EBITDA-%	19 %	20 %
EV/Liikevaihto	1,2	1,0
EV/EBITDA	6,3	4,8

Strombit	2016
Liikevaihto, MEUR	0,5
EBITDA, MEUR	0,1
EBITDA-%	12 %

Omenia Oy	2016	2017e
Liikevaihto, MEUR	1,9	3,0
EBITDA, MEUR	0,3	0,5
EBITDA-%	16 %	17 %
EV/Liikevaihto enint.	1,6	1,0
EV/EBITDA enint.	10,0	6,0

Vala Group	2017	2018
Liikevaihto, MEUR	5,8	7,2
EBIT	1,4	1,5
EBIT-%	24 %	21 %
EV/Liikevaihto enint.	1,7	
EV/EBIT enint.	7,3	

Supercharge	2019	2020e
Liikevaihto, MEUR	7,5	9,4
EBITDA, MEUR	1,8	2,1
EBITDA-%	24 %	22 %
EV/Liikevaihto enint.	2,2	1,8
EV/EBITDA enint.	9,3	8,1

Haallas	2021
Liikevaihto, MEUR	5,8
EBITDA, MEUR	0,9
EBITDA-%	16 %
EV/Liikevaihto	0,6x-1,6x
EV/EBITDA	4x-10x

# Historiallinen kehitys 1/2

## Vahvaa kasvua vuodet 2010-2019

Siilin liikevaihto kasvoi erittäin vahvasti 8 MEUR:sta 81 MEUR:oon vuosina 2010-2019. Keskimääräinen vuotuinen kasvu oli 29 %. Yhtiön orgaaninen kasvu oli vuosittain keskimäärin arviolta noin 15 %. Kasvua tuki 10 yritysostoa arviolta noin 25 MEUR:illa. Kannattavuus (EBITDA-%) on samaan aikaan ollut vakaana 9-12 % tasolla vuoteen 2017 asti. Taso on ollut sektoriin nähden tyydyttävä. Kannattavuuden haasteena on ollut se, että Siiliä itseään kannattavampien yritysostokohteiden ostaminen ei koskaan heijastunut Siilin omiin marginaaleihin. Tämä johtui arviomme mukaan ajoittain haastavista integraatioista.

Vuonna 2018 Siili oli kasvanut ulos rakenteistaan ja joutui laittamaan perusteita uuteen kuntoon seuraavaan kasvuvaihetta varten, minkä takia vuosien 2018-2019 EBITA-kannattavuus 5 % ja 6 % jäi vaatimattomaksi. Vuoden 2018 kannattavuusnotkahduksen jälkeen Siili teki määrätietoista työtä kannattavuuden parantamiseksi. Vuonna 2018 ostetun VALA Groupin vahvasta 2019 tuloksesta (EBIT 2,1 MEUR) oikaistuna Siilin muiden toimintojen EBITA-% jäi noin 4 %:n tasolle, kun monet sektorin verrokkit pääsivät 10-15 % tasoille. Tästä lähtien VALA Group on tehnyt merkittävän osan yhtiön tuloksesta.

## 2020– luku alkoi hyvin vaikka kehitys hidastui

2020-luvulla Siilin liikevaihto on kasvanut keskimäärin 11 % vuosittain ja josta reilu puolet on orgaanista kasvua. Orgaanista kasvua hidasti korona-aikana autoteollisuuden arvoketjun äkkijarrutus, joka iski selkeästi Siilin Auton liiketoimintaan Käsitksemme mukaan 2020 jarrutuksen jälkeen kysyntätilanne kääntyi jälleen

hyväksi vuonna 2021. Orgaanista kasvua alkoi samalla vetämään myös Superchargen vahva orgaaninen kehitys. Kansainvälinen orgaaninen kasvu oli laskelmiemme perusteella noin 40 % vuonna 2022 ja selvä kasvuajuri koko konsernin kasvulle.

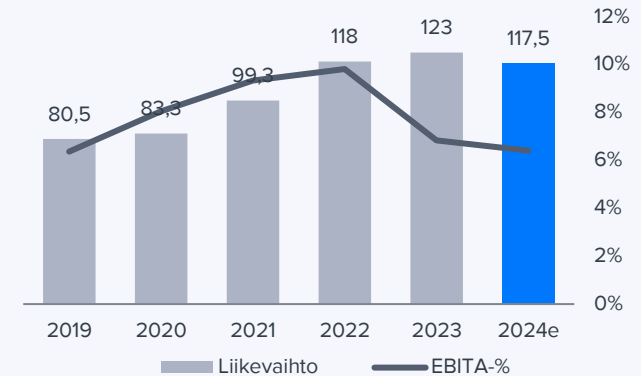
2020-luvulla EBITA-% on ollut 7-10 %:n tasolla. Hankitut VALA Group (2018) ja Supercharge (2021), ovat kasvun lisäksi olleet koko muuta konsernia selkeästi kannattavampia. Mikäli Supercharge oikaistaisiin vuoden 2021 luvuista pois niin Siili olisi tehnyt 8,3 %:n EBITA-marginaalin, joka vastaa suurin piirtein vuoden 2020 tasoa. Vuonna 2022 EBITDA-% oli 12,6 % ja EBITA 9,8 %, mikä oli yhtiön historian paras. Kannattavuutta tuki kansainväliset liiketoiminnot, VALA Group ja myös Suomen liiketoimintojen parempi kannattavuus (vaikka vielä sektorin tasoon nähden heikko taso). Isossa kuvassa VALA Group ja kansainväliset liiketoiminnot ovat olleet kannattavuutta tukevia liiketoimintoja, kun taas Suomen liiketoiminta on ollut rajoittava.

## Vuosi 2023 oli vaikea vuosi

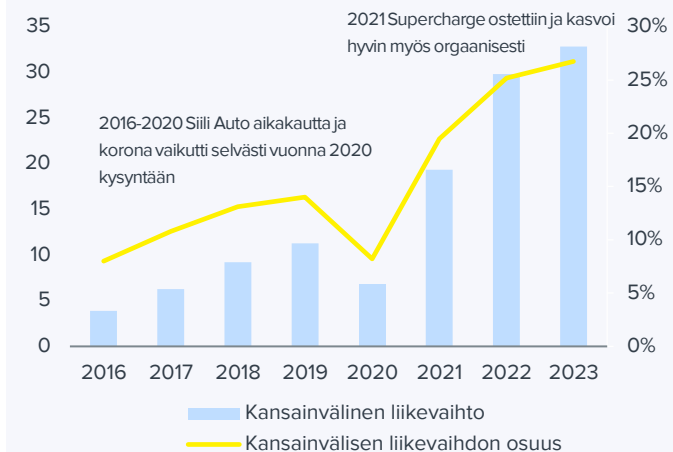
Liikevaihdon kehityksen osalta Q1'23 oli vielä hyvä, mutta sitten IT-palvelumarkkinan epävarmuus alkoi realisoitumaan ja se iski voimakkaasti juuri Siilin vahvuusalueille ohjelmistokehitykseen. Liikevaihto kasvoi 4 % vuonna 2023, ja oli kokonaan yritysostojen vetämää.

Yhtiö oli valmistautunut kasvun jatkumiseen jo edellisenä vuonna ja näin kysynnän hidastumisen myötä yhtiössä oli selvää ylikapasiteettia. Tämän takia yhtiö toteutti viime vuoden aikana kahdet muutosneuvottelut sopeuttaakseen kapasiteettia.

## Liikevaihdon ja kannattavuuden kehitys



## Kansainvälinen liiketoiminta



Lähde: Inderes

# Historiallinen kehitys 2/2

Yhtiö teki myös muita kustannussäästötoimenpiteitä. Toimenpiteet eivät kuitenkaan vielä kokonaan ehtineet purra ja EBITA-% laski 6,9 %:iin (2022 9,8 %).

Vuoden aikana yhtiö voitti myös useamman suuren julkisen sektorin kilpailutuksen. Nämä kilpailutukset, kuten Vero, olivat kuitenkin matalilla hinnoilla. Arviomme mukaan yhtiön on haastavaa päästä lähelle tavoiteltuja kannattavuustasoja näissä sopimuksissa. Nämä sopimukset alkavat näkyä yhtiön luvuissa vahvemmin asteittain vuodesta 2024 alkaen.

## Kustannusrakenne verrokkeja korkeampi

Suomen ydintoimintojen kulurakenne ja tarjooma rajoittaa näkemysmme mukaan osin kannattavuuspotentiaalia lähimpiin verrokkeihin nähden. Keskeisinä syinä ovat yhtiön osajien painottuminen seniorimpiin resursseihin ja pääkaupunkiseudulle, mikä nostaa keskimääräistä kustannusta, mutta ei heijastu vastaavasti asiakashintoihin. Tähän ratkaisun tarjoaisi siirtyä vahvemmin ratkaisumyyntiin ja pois resurssitoimittajan myynnistä mihin yhtiö pyrkiikin pitkällä aikavälillä. Lisäksi yhtiö on avannut viime vuosina useita toimistoja pääkaupunkiseudun ulkopuolella, mikä ajan myötä keventää kulurakennetta ja näin kannattavuuspotentiaalia.

## Tase hyvässä kunnossa yritysostojen varalta

Siilin tase on hyvässä kunnossa ja valmis yritysjärjestelyiden tekemiseen, kunhan sopivia kohteita löytyy. Vuoden 2023 lopussa yhtiön omavaraisuusaste oli 43 % ja nettovelkaantumisaste (sisältäen yrityskauppojen ehdolliset vastikkeet ja IFRS-16 vuokrat) 9 %.

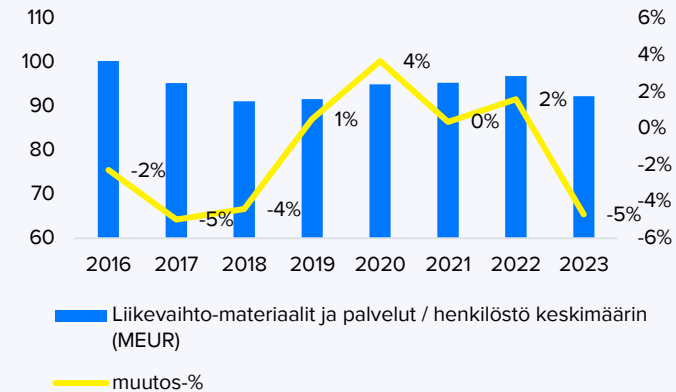
Yhtiöllä oli rahavaroja 29 MEUR ja korollisia velkoja 33 MEUR. Yhtiön nettovelka oli siis 4 MEUR.

Siilin tase on vahva ja yhtiö on varautunut lisäkauppahintojen maksuun VALA:sta ja Superchargesta, koska myyjillä on myös myyntioptio. Tässä tilanteessa Siilin on pakko lunastaa osuus.

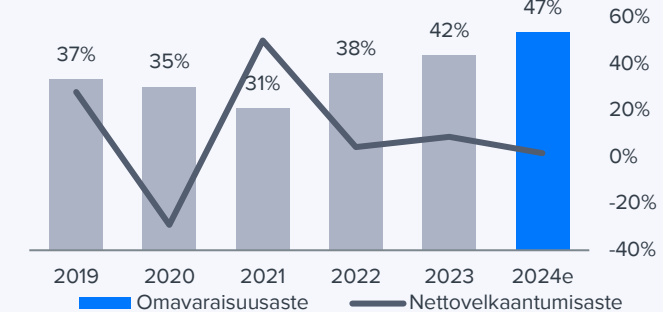
Konsernin lukuja sekoittaa jossain määrin Supercharge ja VALA Group, joista Siili omistaa tällä hetkellä 70 % ja 95 %. Yhtiöt on yhdistelty täysimääräisesti konsernin lukuihin johtuen sopimusten myynti- ja osto-optioista.

Siilillä on taseessaan 6,0 MEUR yrityskauppoihin liittyviä aktivoituja asiakassuhteita. Eristä syntyy noin 1,3 MEUR:n vuotuiset tulosta rasittavat poistot, jotka oikaisemme, koska ne eivät ole rahavirtavaikuttavia. Lisäksi yhtiöllä on myös yhtiön sisäisten järjestelmien kehittämisestä tehtyjä aktivoitteja, joita emme oikaise (0,2 MEUR vuodessa). Liikearvoa taseessa on 32 MEUR sen ollessa suurin omaisuus erä rahavarojen kanssa 100 MEUR:n taseen loppusummasta.

## Liikevaihto per oma työntekijä



## Taseen avainlukujen kehitys



## EPS ja osinko



Lähde: Inderes



# Ennusteet 1/3

## Liiketoimintamallin ennustettavuus

Siilin liiketoimintamalli on isossa kuvassa hyvin yksinkertaista asiantuntijamyöntä. Hyvässä kysyntäympäristössä käytännössä edellisen 6 kuukauden nettokrytointien määrä määrittää yhtiön kykyä kasvaa orgaanisesti seuraavan 6 kuukauden aikana, minkä lisäksi laskutusasteet ovat keskeinen muuttuja kasvulle ja etenkin kannattavuudelle. Liiketoimintamallin keskeisenä ajurina on saada oikea asiakaskysyntä ja oikeat asiantuntijat kohtaamaan.

Kannattavuudessa keskeisiä määrittäviä tekijöitä ovat palkkakustannukset, asiakashinnat, projektinhallinnan onnistuminen (pääosa tunti-laskutusta) sekä laskutusasteet, mihin vaikuttaa myös osajien vaihtuvuus. Omien asiantuntijoiden lisäksi Siili käyttää myös alihankkijoita (Siili One), mikä tuo joustavuutta liiketoimintaan, mutta kate on tyypillisesti omia osajia matalampi.

Siili ei kannata olennaisia projektiriskejä liiketoiminnassaan, mutta käytännössä alalla ongelmaprojektit paikataan usein tekemällä laskuttamatonta työtä tai hintojen alennuksilla, jotta asiakassuhde saadaan turvattu. Erityisesti suurempiin asiakkaisiin ja hankkeisiin siirryttäessä projektirisikit korostuvat, minkä takia pienimmillä toimijoilla ei ole riskinottokykyä tai riittävää volyyymiä lähteä suurimpiin hankkeisiin.

Siilin vähemmistö-omistukset konsolidoidaan kokonaan tuloslaskelmaan ja taseeseen. Yhtiö omistaa 95 % VALA Groupista ja 55 % Superchargesta.

Nykyisessä markkinatilanteessa ennustettavuus on kuitenkin hyvin vaikeata, koska henkilöstömäärä ei

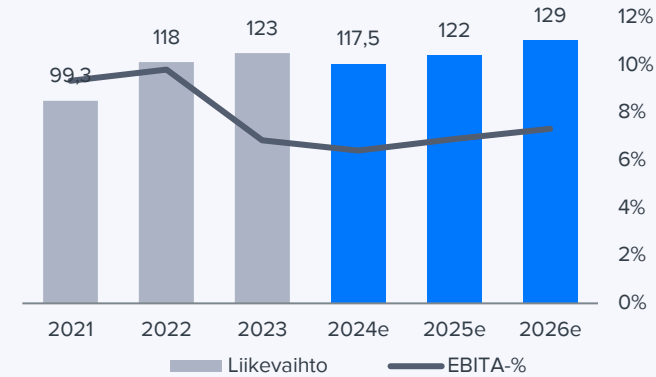
ennakoi laskua, vaan tulee perässä. Lisäksi yllämainituissa hintakomponenteissa on selviä muutoksia nyt, erityisesti asiakashinnoissa. Lisäksi mitä kauemmin hintapaine kestää, sitä heikommaksi tilauskannan rakenne muodostuu ja sitä kauemmin elpyminen kestää, kun markkinatilanne paranee.

## Haasteellinen vuosi 2024

Siili arvioi vuoden 2024 liikevaihdon olevan 120–140 MEUR ja EBITAn 7,5–10,5 MEUR, mikä tarkoittaa -2 - +14%:n liikevaihdon kehitystä ja 6,3-8,8 %:n EBITA-marginaalia (2023 EBITA 8,4 MEUR). Olemme pitäneet operatiiviset ennusteet ennallaan ja teimme marginaalisen (0,1 MEUR) tarkennuksen oikaisueriin. Ennustamme liikevaihdon laskevan 4 % 118 MEUR:oon vuonna 2024 haastavan markkinan myötä. Maantieteellisesti odotamme Suomen ja kansainvälisen liiketoiminnan laskevan. Ennusteemme olettaa henkilöstömäärän ja alihankinnan pysyvän Q1:n tasolla, mikä voi näkemyksemme mukaan osoittautua ennemmin optimistiseksi, kuin varovaiseksi. Lisäksi odotamme liikevaihdon per työntekijä ja alihankkija nousevan suhteellisen selvästi vertailukausista (Q2-Q4), mikä tulee täysin laskutusasteiden kautta, sillä asiakashinnoissa on laskupainetta.

Tästä huolimatta liikevaihtoennusteemme ovat alle ohjeistuksen. Näin ohjeistuksen saavuttaminen vaatisi näkemyksemme mukaan uusia yritysostoja. Oletamme yhtiön kuitenkin rakentaneen ohjeistuksen orgaanisen kehityksen varaan, koska yritysostojen varaan ohjeistusta on huonoa rakentaa. Kuluvan vuoden ennusteisiin liittyy tällä hetkellä kuitenkin edelleen poikkeuksellisen paljon epävarmuutta johtuen asiakaskysynnän heikkoudesta ja kovasta hintakilpailusta.

## Liikevaihdon ja kannattavuuden kehitys



## Liikevaihto per oma työntekijä



# Ennusteet 2/3

Odotamme oikaistun EBITAn laskevan 7,5 MEUR:oon (6,4 %:iin liikevaihdosta) epäsuotuisan asiakashintojen ja palkkainflaation nettokehityksen myötä. Kannattavuutta tukee vuonna 2023 tehdyt useat tehokkuustoimenpiteet. Yhtiöllä on oma TES, joka antaa hieman joustoa palkkainflaatioon, mutta rajoittaa enemmän palkkojen nousua. Palkkojen lasku ei ole mahdollista. Lisäksi yhtiö aktivoi omien järjestelmien kehityskuluja, jotka muut verrokkit pääsääntöisesti kirjaavat heti tuloslaskelmaan. Yhtiö tulee ymmärryksen mukaan edelleen jatkamaan järjestelmien kehityskulujen aktivoimista. Alemmilla tulosriveillä oikaisemme tuloksesta yrityskauppojen aineettomat PPA-poistot (noin 1,2 MEUR vuodessa), joiden oikaisemista pidämme perusteltuna vertailukelpoisuuden takia sekä siksi, ettei niillä ole kassavirtavaikutusta.

Liiketoiminnoissa Siili fokusoi kuluvana vuonna hyvin vahvasti tekoälyyn. Tämä tarkoittaa henkilöstön kouluttamista ja sen soveltamista työhön. Suurempia konkreettisia vaikutuksia lukuihin tuskin nähdään vielä tänä vuonna.

## Siilin keskipitkän aikavälin ajureita

Tekoälyn tehokkuushyötyjen, liiketoimintamahdollisuuksien sekä näiden lisäarvon jakautuminen toimittajan ja asiakkaan välillä on edelleen epävarmaa. Lisäksi tämän ajoitus on epävarmaa. Tämän takia emme huomioi tekoälyn vaikutuksia suuremmin ennusteissa.

Siilin kannattavuuden ajuri on keskipitkällä ja pitkällä aikavälillä onnistuminen digitaalisen kokemuksen strategiassa, joka nostaisi yhtiötä arvoketjussa ja perustelisi korkeamman asiakashinnoittelun. Kulurakenteen osalta kasvu pääkaupunkiseudun ulkopuolisissa yksiköissä ja

senioriteettijakauman leventäminen mahdollistavat kustannustehokkaamman resurssoinnin.

Superchargen liiketoiminnan asiakasfokuksen muutos on vielä alkumetreillä ja pienimutainen kysymysmerkki. Aikaisemmin Supercharge on ollut kannattavuutta tukeva elementti, mutta kommenttien myötä fokusta siirretään nyt ja sen vaikutukset liiketoimintaan ovat epävarmat.

Siilin on vielä todistettava yhtiön uuden toimialafokusrakenteen toimivuus. Onnistuessaan se mahdollistaa useita asioita (asiakaskoon kasvattamisen, vahvemmat kilpailuedut, paremman arvoketjuposition jne.) ja näkyy paremmassa liikevaihdon kehityksessä sekä kannattavuudessa.

Suomen liiketoiminta on ymmärryksen mukaan vuosia ollut heikosti kannattava ja sen saaminen parempaan tehokkuuteen on kriittistä taloudellisten tavoitteiden saavuttamisen osalta.

Yhtiön strategia ja taloudelliset tavoitteet sisältävät yritysostot (kasvu 10 %-yksikköä vuodessa). Tase antaa liikkumavaraa ja oman osakkeen käyttö on myös mahdollista. Luonnollisesti emme kuitenkaan sisällytä uusia mahdollisia transaktiota ennusteisiimme.

## Vuosiin 2025-2026 liittyy myös epävarmuutta

Siili tavoittelee pitkällä aikavälillä (2023-26) 20 %:n liikevaihdon kasvua, josta orgaanisen kasvun osuus on noin puolet. Kannattavuuden osalta Siilin EBITA-% tavoite on 12 % liikevaihdosta, mikä on sektorin keskimääräistä tasoa korkeampi (sektori 2018-23: 6-10 %, keskimäärin 8 %).

Lyhennetty tuloslaskelma	2023	2024e	2025e	2026e	2027e
Liikevaihto	123	117,5	122	129	134
Käyttökate (EBITDA)	12,1	11,3	12,2	13,9	15,4
EBITA	8,4	7,5	8,4	10,0	11,4
Liikevoitto (EBIT)	6,9	6,3	7,1	8,7	10,1
Tulos ennen veroja	5,5	5,2	6,5	8,3	9,9
Nettotulos	5,0	4,0	5,1	6,5	7,8
Osakekohtainen tulos	0,66	0,66	0,77	0,95	0,96
Vapaa kassavirta	2,6	5,9	6,6	7,8	8,9

Avainluvut	2023	2024e	2025e	2026e	2027e
Liikevaihdon kasvu-%	3,7 %	-4,3 %	3,6 %	6,1 %	4,0 %
Käyttökate-%	9,9 %	9,7 %	10,0 %	10,8 %	11,4 %
EBITA-%	6,9 %	6,4 %	6,9 %	7,7 %	8,5 %
Liikevoitto-%	5,6 %	5,3 %	5,8 %	6,7 %	7,5 %
ROE-%	12,1 %	9,2 %	11,3 %	13,4 %	14,8 %
ROI-%	9,5 %	9,5 %	11,5 %	13,9 %	15,7 %
Omavaraisuusaste	42,0 %	49,4 %	52,1 %	54,4 %	57,7 %
Nettovelkaantumisaste	8,8 %	1,7 %	-6,3 %	-15,0 %	-23,7 %

## EPS ja osinko



Lähde: Inderes

# Ennusteet 3/3

Siili lähti jo noin vuosi sitten mukaan hintakilpailuun. Mitä kauemmin hintakilpailu kestää, sitä heikommaksi tilauskannan rakenne muodostuu ja sitä kauemmin elpyminen kestää.

Laskimme hieman (noin 5 %) lähivuosien ennusteita haastavan markkinan ja hintakilpailun takia, joka nakertaa tilauskannan rakennetta. Vuosina 2025-2026 ennustamme yhtiön kasvavan 4-6 % orgaanisesti, mikä on yleisen IT-palvelusektorin odottamaamme vauhtia.

Kasvuvauhti on samalla alle yhtiön kunnianhimoisen noin 10 %:n orgaanisen kasvuvauhdin, joka annettiin ennen markkinan heikkoutta. Yli 10 %:n kasvu on nykymarkkinassa ja Siiliin kokoluokassa olisi jo erinomainen suoritus. Markkinatilanteen parantuessa 10 %:n kasvuvauhti on jälleen hyvin realistinen, varsinkin lyhyellä aikavälillä.

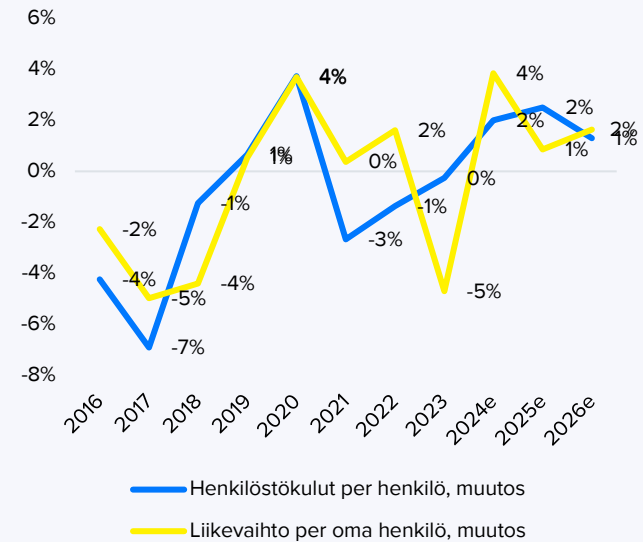
EBITA-kannattavuuden odotamme nousevan hieman ja olevan 7-8 % vuosina 2025-26. Kannattavuutta tukee nousevat laskutusasteet. Kannattavuutta rajoittaa taas asiakashintojen ja

palkkainflaation negatiivinen yhtälö. Siilin kannattavuusennusteemme heijastelee sektorin keskimääräistä tasoa tai hieman heikompaa.

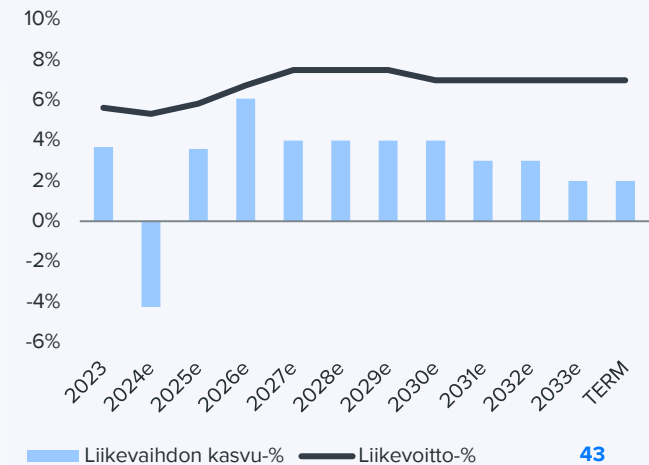
## Pitkän aikavälin ennusteet

Pitkällä aikavälillä Siilin ennusteet riippuvat hyvin pitkälti siitä miten yhtiön kansainvälistyminen jatkuu ja yhtiön mahdollisista uusista yritysostoista, joita emme luonnollisesti sisällytä ennusteisiin. Vuosina 2027-2032 ennustamme Siilin kasvavan 3-4 % vuosittain. Näin ennustamme yhtiön kasvavan linjassa markkinan kanssa. Kasvua pitkällä aikavälillä rajoittaa jälleen osaajien saatavuus ja kannattavuutta palkkainflaatio. Arvioimme EBITA-%:n nousevan asteittain reiluun 8 %:iin vuosina 2027-29 ja sen jälkeen palautuvan reiluun 7 %:iin. Näin tuloskasvua vetää lyhyellä ja pitkällä aikavälillä ennusteissamme pääosin liikevaihdon kasvu. Pidämme korkeampia tasoja myös mahdollisena, mutta tämä vaati näyttöjä, sillä tällä hetkellä useampi rakenteellinen kannattavuusajuri on heikentynyt (asiakashinnat, kansainväliset kasvuajurit jne).

## Liikevaihto- ja kulutehokkuden kehitys



## Pitkän aikavälin kasvu- ja kannattavuusoletukset



Ennustemuutokset	2024e	2024e	Muutos	2025e	2025e	Muutos	2026e	2026e	Muutos
MEUR / EUR	Ennuste	Toteuma	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	117	117	0 %	126	122	-3 %	135	129	-4 %
Käyttökate	11,3	11,3	0 %	12,7	12,2	-4 %	14,0	13,9	-1 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	7,7	7,6	-2 %	8,9	8,3	-7 %	10,1	9,9	-3 %
Liikevoitto	6,3	6,3	0 %	7,6	7,1	-7 %	8,8	8,7	-2 %
Tulos ennen veroja	5,2	5,2	0 %	6,8	6,5	-4 %	8,1	8,3	2 %
EPS (ilman kertaeriä)	0,67	0,66	-2 %	0,81	0,77	-5 %	0,95	0,95	0 %
Osakekohtainen osinko	0,30	0,30	0 %	0,35	0,35	0 %	0,40	0,40	0 %

# Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2021	2022	H1'23	H2'23	2023	H1'24e	H2'24e	2024e	2025e	2026e	2027e
Liikevaihto	99,3	118	65,3	57,4	123	59,5	57,9	117	122	129	134
Käyttökate	12,0	14,9	6,8	5,3	12,1	5,2	6,1	11,3	12,2	13,9	15,4
Poistot ja arvonalennukset	-4,5	-4,8	-2,7	-2,5	-5,2	-2,5	-2,5	-5,1	-5,1	-5,2	-5,3
Liikevoitto ilman kertaeriä	9,3	11,6	5,0	3,7	8,7	3,5	4,1	7,6	8,3	9,9	10,1
Liikevoitto	7,6	10,1	4,1	2,8	6,9	2,7	3,6	6,3	7,1	8,7	10,1
Nettorahoituskulut	-1,1	-4,7	0,4	-1,8	-1,4	-0,6	-0,6	-1,1	-0,6	-0,4	-0,2
Tulos ennen veroja	6,4	5,4	4,6	1,0	5,5	2,1	3,0	5,2	6,5	8,3	9,9
Verot	-1,2	-1,7	-1,0	0,5	-0,6	-0,5	-0,7	-1,2	-1,4	-1,8	-2,1
Nettotulos	5,1	3,7	3,5	1,4	5,0	1,7	2,3	4,0	5,1	6,5	7,8
EPS (oikaistu)	0,93	1,01	0,36	0,30	0,66	0,30	0,36	0,66	0,77	0,95	0,96
EPS (raportoitu)	0,73	0,49	0,44	0,18	0,61	0,20	0,29	0,49	0,63	0,80	0,96

Tunnusluvut	2021	2022	H1'23	H2'23	2023	H1'24e	H2'24e	2024e	2025e	2026e	2027e
Liikevaihdon kasvu-%	19,2 %	19,2 %	10,9 %	-3,4 %	3,7 %	-8,8 %	0,9 %	-4,3 %	3,6 %	6,1 %	4,0 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%		25,3 %	-22,3 %	-27,9 %	-24,8 %	-30,7 %	11,0 %	-12,9 %	8,7 %	19,2 %	2,1 %
Käyttökate-%	12,1 %	12,6 %	10,4 %	9,2 %	9,9 %	8,8 %	10,5 %	9,7 %	10,0 %	10,8 %	11,4 %
Oikaistu liikevoitto-%	9,3 %	9,8 %	7,7 %	6,5 %	7,1 %	5,8 %	7,2 %	6,5 %	6,8 %	7,6 %	7,5 %
Nettotulos-%	5,2 %	3,2 %	5,4 %	2,5 %	4,1 %	2,8 %	4,0 %	3,4 %	4,2 %	5,0 %	5,8 %

Lähde: Inderes

# Tase

Vastaavaa	2022	2023	2024e	2025e	2026e
<b>Pysyvät vastaavat</b>	<b>47,4</b>	<b>47,4</b>	<b>46,3</b>	<b>45,3</b>	<b>44,4</b>
Liikearvo	31,9	32,5	32,5	32,5	32,5
Aineettomat hyödykkeet	9,3	8,4	7,2	6,0	4,8
Käyttöomaisuus	6,0	5,5	5,6	5,8	6,0
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut sijoitukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset varat	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Laskennalliset verosaamiset	0,1	0,8	0,8	0,8	0,8
<b>Vaihtuvat vastaavat</b>	<b>58,7</b>	<b>52,8</b>	<b>42,7</b>	<b>44,3</b>	<b>48,1</b>
Vaihto-omaisuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut lyhytaikaiset varat	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Myyntisaamiset	22,2	23,8	22,8	23,6	25,0
Likvidit varat	36,3	29,0	20,0	20,7	23,1
<b>Taseen loppusumma</b>	<b>106</b>	<b>100</b>	<b>89,0</b>	<b>89,6</b>	<b>92,5</b>

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2022	2023	2024e	2025e	2026e
<b>Oma pääoma</b>	<b>40,3</b>	<b>42,1</b>	<b>44,0</b>	<b>46,6</b>	<b>50,3</b>
Osakepääoma	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Kertyneet voittovarot	14,3	15,2	17,1	19,8	23,4
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muu oma pääoma	25,9	26,7	26,7	26,7	26,7
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Pitkäaikaiset velat</b>	<b>31,5</b>	<b>19,5</b>	<b>19,3</b>	<b>16,3</b>	<b>14,2</b>
Laskennalliset verovelat	1,8	1,2	1,2	1,2	1,2
Varaukset	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Korolliset velat	29,6	18,2	18,1	15,1	13,0
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Lyhytaikaiset velat</b>	<b>34,3</b>	<b>38,6</b>	<b>25,8</b>	<b>26,6</b>	<b>28,0</b>
Korolliset velat	8,5	14,5	2,7	2,7	2,6
Lyhytaikaiset korottomat velat	25,8	24,1	23,1	23,9	25,4
Muut lyhytaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Taseen loppusumma</b>	<b>106</b>	<b>100</b>	<b>89,0</b>	<b>89,6</b>	<b>92,5</b>

# Sijoitusprofiili

## Tuloskasvu liikevaihdon ja kannattavuuden vetämää – Liiketoiminnoittain kansainväliset vetävät kehitystä

Siili oli menestystarina 2010-luvulla ja yhtiöllä on hyvä track-record kyvystä iskeä IT-markkinan kasvualueisiin yrityskaupoin. Yhtiön sijoitusprofiili on kuitenkin muuttunut tästä aikakaudesta ja yhtiön seuraava kasvupolku rakentuu vahvemmin Suomen rajojen ulkopuolelle, eri osaamisalueisiin ja asiakastoimialoihin. Yhtiön kannattavuus näytti 2020-luvun alussa hyvää trendiä, mutta IT-palvelumarkkinan haasteet iskivät juuri Siilin vahvuusalueille, mikä rajoittaa kasvua ja kannattavuutta lyhyellä aikavälillä. Pitkällä aikavälillä kasvu ja kannattavuus tukevat molemmat tuloskasvua. Maantieteellisesti kansainväliset liiketoiminnot ajavat kasvua, vaikka myös yhtiön strategiassa Suomesta haetaan nyt myös aikaisempaa selkeämmin kasvua.

Muiden IT-konsulttien tavoin Siili tarjoaa sijoittajalle mahdollisuuden sijoittaa digitalisaatiotrendiin palveluyhtiön rajatummalla riskitasolla, mikä on yksi selkeimpiä sijoitusprofiilin vahvuuksia.

**Toimialafokus luo paremmat mahdollisuudet kasvuun.** Yhtiön panostaminen valittuihin toimialoihin, jossa yhtiöllä on hyvää osaamista luo näkemyksemme mukaan paremmat lähtökohdat kasvuun.

**Asiakaskoon kasvattaminen.** Onnistuessaan yhtiö siirtyy strategisen kumppanin asemaan asiakkaissaan, mikä tukee kasvu- ja kannattavuuskehitystä. Lisäksi yhtiö tavoittelee edelleen vahvempaa laajentumista julkiselle sektorille, mikä kuitenkin vaatii vielä näyttöjä.

**Markkinalla hyvät kysyntäfundamentit pitkällä aikavälillä.** Digitalisaatio ja sen jatkojalostus sekä teknologian kehitys luovat jatkuvaa kysyntää IT-palvelusektorille. Samalla IT nousee yhä useammassa yhtiössä ja toimialassa yhä keskeisempään rooliin liiketoimintaa, mikä ajaa kasvua, vaikka digimaturiteetti joillain toimialoilla on jo hyvä.

**Kansainvälistyminen edelleen ensisijainen tuloskasvuajuri.** Siili osoitti 2020-luvulla hyvää orgaanista kasvua kansainvälisten liiketoimintojen vetämänä. Ymmärryksemme mukaan kyseiset liiketoiminnot ovat myös konsernin keskimääräistä kannattavampia. Näin kansainvälinen kasvu ajaa sekä liikevaihdon kasvua että kannattavuusparannusta. Lisäksi Siilin near-shore toiminta Puolassa ja Unkarin yksiköissä mahdollistavat hyvin kilpailukykyistä toimituskapasiteettia, mikä tarjoaa erityisesti kannattavuuspotentiaalin myös jatkossa.

**Suomen kasvun parantuminen ja kannattavuuden selkeä nosto** tukee myös tuloskasvua, erityisesti lyhyellä aikavälillä markkinan parannuttua.

**Vahva tase ja hyvä kassavirta tarjoavat strategista liikkumavaraa.** Siili on operoinut lähes koko historiansa vahvalla taseella ja nettokassapositionilla. Vahva kassavirta vahvistaa myös jatkuvasti tasetta. Orgaaninen kasvu ei sido juurikaan pääomaa ja yhtiöllä jääkin hyvin liikkumavaraa investointeihin ja yritysostoihin.

## Riskiprofiili

Lyhyellä aikavälillä näkymissä on yleisestä taloustilanteesta johtuen haasteita. Suurin huolen aiheemme sektorilla on kova hintakilpailu, johon

myös Siili on lähtenyt mukaan. Mitä kauemmin hintakilpailu kestää, sitä heikommaksi tilauskannan rakenne muuttuu ja täten sitä kauemmin elpyminen kestää.

Yleisellä tasolla Siilin liiketoimintamallin riskiprofiili on maltillinen johtuen palveluliiketoiminnan luonteesta ja siitä, ettei yhtiö kannata olennaisia projektiriskejä tai kehittäisi uusia liiketoimintoja kassavirtanegatiivisesti.

Yhtiön liiketoimintarakenne, joka toimii usealla eri yhtiöllä ja eri maissa lisää kuitenkin kompleksisuutta. Rakenteen kompleksisuuden lisääntyessä kasvaa myös riskit fokuksen katoamiselle sekä sille, että heikosti suorituvia liiketoimintoja katsotaan sormien läpi vahvojen liiketoimintojen kompensoidessa kokonaislukuja. Lisäksi Siili Auto toimii syklisellä markkinalla ja arvoketjuasema on suhteellisen heikko, mikä nostaa riskiprofiilia, vaikka itse automarkkinalla on hyvät pitkän aikavälin näkymät.

Uuden toimitusjohtajan myötä Siilin johtoryhmä on tiivistynyt selvästi, mikä lisää tehokkuutta. Samalla yhtiöstä on kuitenkin lähtenyt pois paljon Siili-kokemusta viime vuosina, mikä luo riskin osaamisen katoamiselle ja epäjatkuvuuteen.

Sijoittajan on hyvä huomioida että vähemmistöosuudet konsolidoidaan kokonaan tulokseen ja taseeseen. Tarkka näkyvyys kyseisiin parametreihin on kuitenkin heikko, mikä luo pientä epävarmuutta Siilin omaan tuloksenteeseen ja vaikutuksiin osakkeen arvostuksesta.

IT-palvelusektorin tapaan myös Siilin yleisiä yhtiökohtaisia riskejä on yrityskauppojen onnistuminen ja kansainvälisessä kasvussa onnistuminen.

# Sijoitusprofiili

1.

**Siilin markkinoilla hyvät pitkän aikavälin kasvufundamentit, vaikka lyhyellä aikavälillä on haastavaa**

2.

**Siilin asiakasstrategia tarkentunut vahvojen toimialaosaamisten ympärille**

3.

**Kansainvälisissä liiketoiminnoissa selvää kasvupotentiaalia**

4.

**Kasvu ja arvonluonti yritysjärjestelyiden kautta**

5.

**Vahva tase ja kapasiteetti investointeihin**

## Potentiaali



- Siilillä kasvu ja erityisesti kannattavuuspotentiaalia Suomen toiminnoissa
- Superchargella on hyvät näytöt kansainvälisestä kannattavasta kasvusta ja tämän jatkuminen luo selvää tulokasvupotentiaalia
- Autoteollisuudessa Siilillä merkittävää kansainvälistä kasvupotentiaalia
- Siilin rooli IT-markkinan konsolidaatiossa voi tarjota omistajille tuottomahdollisuuksia

## Riskit



- IT-markkinan kova hintakilpailu iskee selvästi Siiliin ja mitä pidempi kesto, sitä hitaampi palautuminen
- Superchargen asiakasfokuksen muutos
- Siili Auton kysynnän rajut vaihtelut
- Suuri vaihtuvuus johdossa luo riskiä osaamisen katoamiselle ja epäjatkuvuudelle
- Kansainvälistymisen ja yrityskauppojen onnistuminen
- Yleisen taloustilanteen epävarmuus

# Arvonmääritys 1/2

## Vertailuryhmä

Siilin suhteellisen homogeenisesta vertailuryhmästä johtuen verrokkit antavat hyvän viitekehysten osakkeen hinnoittelulle ja ohjaavat myös markkinan käyttäytymistä.

Verrokkiryhmässä olemme käyttäneet Inderesin ennusteita seuraamissamme yhtiössä, mikä huomioi yrityskaupoista johtuvat ei-kassavirtavaikutteiset poistot ja parantaa vertailukelpoisuutta suomalaisten IT-palveluyhtiöiden välillä.

Sektorin kontekstissa julkisen sektorin toimijat ovat nykymarkkinassa näkemyksemme mukaan edelleen hieman paremmassa asemassa ja yksityisen sektorin sekä projektiliiketoiminnan toimittajat epävarmemmassa asemassa. Siillillä on arviomme mukaan jo suhteellisen hyvä osuus (20-30 %) julkisen sektorin tekemistä, minkä tulisi tuoda jatkuvuutta ja ennustettavuutta, vaikka se oli nyt yksi laskun ajureista. Viime vuoden suuret projektivoitot eivät vielä ole täydessä tuotannossa. Kyseiset sopimukset ovat myös osin matalilla tuntihinnoilla ja enemmän varoimenpiteitä, kuin keskipitkän aikavälin kannattavuutta tukevia sopimuksia.

Yleisesti pidämme IT-palveluyhtiöitä houkuttelevana sektorina omistaa johtuen alan vahvoista kysyntäfundamenteista pitkällä aikavälillä, vahvasta kassavirrasta ja liiketoimintamallin matalasta riskiprofiilista. Yhtiöiden välisten erojen hajontaa on edelleen, yhtiöiden eri strategioista ja niiden

implementointien eri vaiheista johtuen.

Sektorilla suosimme yleisesti oikaistuja EV/EBIT-kertoimia hyvästä vertailukelpoisuudesta ja vahvoista taseista johtuen. Olemme oikaisseet liikevoitossa liikearvo- ja PPA-poistot. EV/EBITDA-kertoimen vertailukelpoisuutta verrokkien kesken vaikeuttaa juuri edellä mainitut liikearvo- ja PPA-poistot sekä muut IFRS- ja FAS-kirjanpitosääntöjen erot ja tästä johtuen kyseisen kertoimen informaatioarvo voi jäädä heikoksi. Viileän yritysjärjestelymarkkinan myötä vahvojen taseiden saaminen tuottavaan työhön on kuitenkin muuttunut haastavammaksi. Näin ollen olemme ottaneet sektorilla arvostuskertoimissa myös P/E-kertoimen vahvemmin EV/EBIT-kertoimen rinnalle.

VALA Group ja Supercharge -yrityskauppojen vähemmistöosuudet (5 % ja 30 %) vaikeuttavat lunastuksista huolimatta osin vielä Siilin arvostuskertoimien vertailtavuutta. Tämän takia käytämme ensisijaisesti EV-pohjaisia kertoimia, koska ne huomioivat vähemmistöjen arvon sekä tuloksessa että nettovelassa läpinäkyvämmiin.

Siilin oikaistut EV/EBIT-kertoimet vuosille 2024-25 ovat 17 % ja 4 % alle suomalaisten verrokkien. Näkemyksemme mukaan suhteellinen arvostustaso on vuoden 2024 kertoimilla houkutteleva ja 2025 kertoimilla lähes neutraali. Yleisesti pidämme sektoria kuitenkin aliarvostettuna, mikä hieman heikentää suhteellista vertailtavuutta.

Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	EV/EBIT		P/E	
	2024e	2025e	2024e	2025e
Digia*	8,2	7,2	10,3	9,3
Digital Workforce*	35,0	18,2	44,5	27,4
Gofore*	13,6	11,7	18,1	15,8
Loihde*	16,9	10,1	20,6	13,2
Innofactor*	7,6	6,1	9,6	7,9
Netum Group*	8,7	8,2	12,1	9,9
Solteq*	26,7	9,8		31,4
Tietoenvy*	8,5	7,8	8,9	8,1
Vincit*	8,1	5,6	14,5	10,1
Witted Megacorp*	12,4	5,9	21,7	11,3
Addnode	28,4	24,2	39,2	31,5
Avensia AB	12,3	8,9	13,4	9,5
Bouvet	15,5	14,0	18,6	17,0
CombinedX	8,5	7,4	10,9	9,4
Exsitec	20,3	16,3	25,2	19,7
Knowit	17,3	12,8	21,6	14,9
Netcompany Group	21,7	18,3	27,7	21,4
NNIT	15,3	11,6	27,2	16,3
Proact Group	13,2	12,9	18,6	17,8
Webstep	14,0	11,1	15,1	11,1
<b>Siili Solutions (Inderes)</b>	<b>8,8</b>	<b>7,6</b>	<b>12,2</b>	<b>10,4</b>
<b>Keskiarvo</b>	<b>15,6</b>	<b>11,4</b>	<b>19,9</b>	<b>15,6</b>
<b>Mediaani kaikki</b>	<b>13,8</b>	<b>10,6</b>	<b>18,6</b>	<b>14,1</b>
<b>Erotus-% vrt. mediaani</b>	<b>-36 %</b>	<b>-28 %</b>	<b>-34 %</b>	<b>-26 %</b>
<b>Mediaani suomalaiset</b>	<b>10,6</b>	<b>8,0</b>	<b>14,5</b>	<b>10,7</b>
<b>Erotus-% vrt. mediaani</b>	<b>-17 %</b>	<b>-4 %</b>	<b>-16 %</b>	<b>-2 %</b>

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



# Arvonmääritys 2/2

## Arvostuskertoimet

Ennusteillamme vuoden 2024-25 EV/EBITA-kertoimet ovat 9x ja 8x. Absoluuttisesti kertoimet ovat kireät lyhyellä aikavälillä, kun huomioidaan markkinan luomat haasteet ja ennuste- sekä tulosvaroitusriskit. Matala 0,57x EV/liikevaihto-kerroin kuvaa potentiaalia kannattavuuden normalisoituessa, mutta siihen emme ole epävarmuuden kestosta ja syvyydestä johtuen valmiita tukeutumaan.

## Osakkeen tuotto-odotuksen komponentit

Tarkastelemme Siilin osakkeen tuotto-odotusta tuloskasvun, osinkotuoton ja hyväksytyjen arvostuskertoimen näkökulmasta.

Arviomme mukaan yhtiöllä on lähivuosina edellytykset reilun 10 %:n vuotuisen tuloskasvuun (vuoden 2024e tasoon nähden) pääosin liikevaihdon, mutta myös kannattavuuden nousun vetämänä. Ennusteet kuitenkin olettavat markkinakysynnän parantuvan ja hintapaineen helpottuvan.

Osinkoennusteillamme osinkotuotto on 4 %:n tasolla. Vahva rahavirta antaa hyvät edellytykset suhteellisen korkeaan voitonjakoon, mutta arvioimme yhtiön edelleen pyrkivän myös epäorgaaniseen kasvuun. Voitonjakosuhte on ennusteissamme reilu 50 % tuloksesta.

Tuotto-odotus, joka muodostuu tuloskasvusta (>10 %) ja osinkotuotosta (4 %) ja kertoimien maltillisesta laskuvarasta on näkemyksemme mukaan juuri (~10 %) oman pääoman tuottovaateen verran.

Tuloskupan syvyys ja kesto pitävät kuitenkin epävarmuuden koholla ja tuottoriski-suhde ei näkemyksemme mukaan nyt ole houkutteleva. On hyvin mahdollista, että yhtiö joutuu tulosvaroittamaan liikevaihdon ja mahdollisesti myös tuloksen osalta vuodelta 2024.

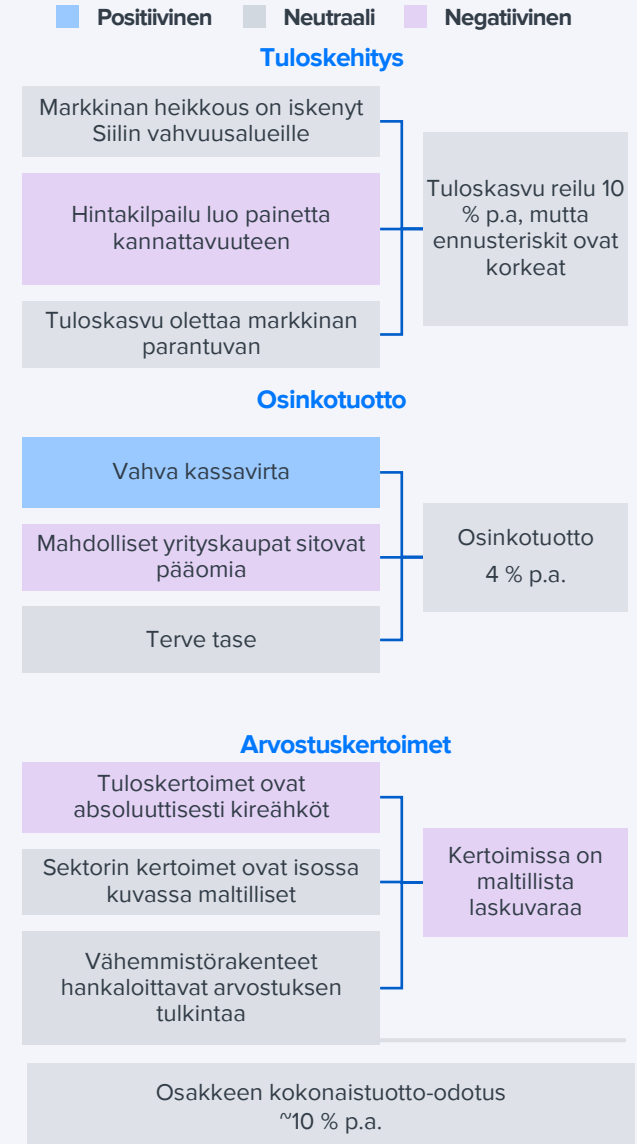
## DCF-analyysi

Annamme arvonmäärityksessä rahavirtamallia suuremman painoarvon vielä arvostuskertoimille, koska pidemmän aikavälin potentiaali on uuden rakenteen myötä epävarma. DCF-mallimme osakekohtainen arvo Siilin osakkeelle on 11,1 euroa.

Ennustemallissamme yhtiö kasvaa vuosina 2024-2033 keskimäärin 2,9 %:n vauhtia ja pitkällä aikavälillä 2,0 %. Lisäksi EBIT-marginaali on suhteellisen tasaisesti 6-7,5% välillä vuoteen 2033 asti sekä 7,0 % terminaalissa, mikä kuvastaa varovaisesti sektorin keskimääristä tai hieman alempaa kannattavuutta. Mallissa ikuisuusoletuksen painoarvo on suhteellisen matala (46 %). Rahavirtamallissa käyttämämme pääoman kustannus (WACC) on 10,0 %.

Kassavirtalaskelma indikoi nykyistä selvästi korkeampaa tasoa, mutta siihen emme ole epävarmuuden kestosta ja syvyydestä sekä uuden rakenteen potentiaalinen epävarmuudesta johtuen valmiita tukeutumaan. Erityisesti kannattavuusennusteet ovat selvästi tavoitteita matalammat ja hyvässä skenaariossa DCF-mallissamme olisi selvää nousuvaraa.

## Osaketuoton ajurit 2024-2026

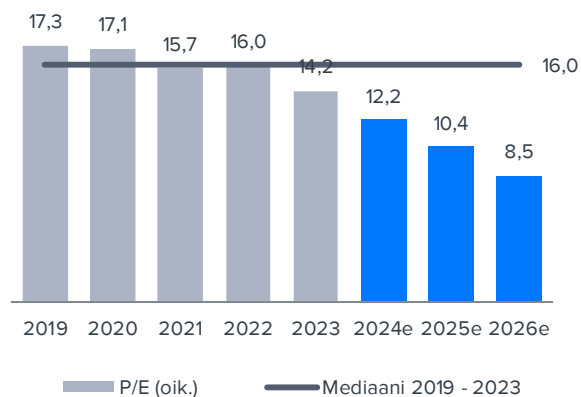


# Arvostustaulukko

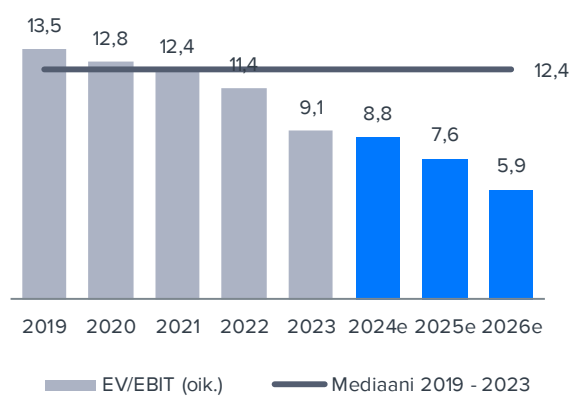
Arvostustaso	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	2027e
Osakekurssi	9,12	13,3	14,6	16,1	9,34	<b>8,04</b>	<b>8,04</b>	<b>8,04</b>	<b>8,04</b>
Osakemäärä, milj. kpl	7,00	7,00	7,02	7,66	8,11	<b>8,11</b>	<b>8,11</b>	<b>8,11</b>	<b>8,11</b>
Markkina-arvo	64	93	102	131	76	<b>65</b>	<b>65</b>	<b>65</b>	<b>65</b>
Yritysarvo (EV)	70	86	115	133	79	<b>67</b>	<b>63</b>	<b>59</b>	<b>53</b>
P/E (oik.)	17,3	17,1	15,7	16,0	14,2	<b>12,2</b>	<b>10,4</b>	<b>8,5</b>	<b>8,4</b>
P/E	25,0	21,1	20,0	32,9	15,2	<b>16,4</b>	<b>12,9</b>	<b>10,1</b>	<b>8,4</b>
P/B	3,1	4,3	4,1	3,2	1,8	<b>1,5</b>	<b>1,4</b>	<b>1,3</b>	<b>1,2</b>
P/S	0,8	1,1	1,0	1,1	0,6	<b>0,6</b>	<b>0,5</b>	<b>0,5</b>	<b>0,5</b>
EV/Liikevaihto	0,9	1,0	1,2	1,1	0,6	<b>0,57</b>	<b>0,52</b>	<b>0,45</b>	<b>0,40</b>
EV/EBITDA	9,8	9,5	9,6	8,9	6,6	<b>5,9</b>	<b>5,2</b>	<b>4,2</b>	<b>3,5</b>
EV/EBIT (oik.)	13,5	12,8	12,4	11,4	9,1	<b>8,8</b>	<b>7,6</b>	<b>5,9</b>	<b>5,3</b>
Osinko/tulos (%)	71 %	45 %	25 %	43 %	42 %	<b>61 %</b>	<b>56 %</b>	<b>50 %</b>	<b>47 %</b>
Osinkotuotto-%	2,9 %	2,1 %	1,2 %	1,2 %	2,8 %	<b>3,7 %</b>	<b>4,4 %</b>	<b>5,0 %</b>	<b>5,6 %</b>

Lähde: Inderes

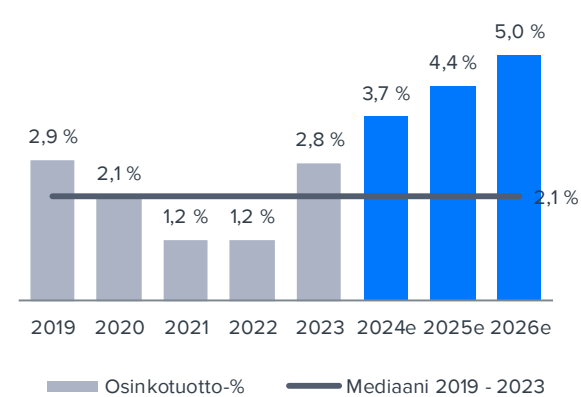
P/E (oik.)



EV/EBIT



Osinkotuotto-%



# Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%	
Yhtiö	MEUR	MEUR	2024e	2025e	2024e	2025e	2024e	2025e	2024e	2025e	2024e	2025e
Digia*	150	164	8,2	7,2	6,9	6,0	0,8	0,7	10,3	9,3	3,4	3,8
Digital Workforce*	51	36	35,0	18,2	25,8	16,4	1,4	1,2	44,5	27,4		
Gofore*	392	367	13,6	11,7	11,8	10,3	1,9	1,7	18,1	15,8	2,0	2,3
Loihde*	71	67	16,9	10,1	6,3	4,7	0,5	0,5	20,6	13,2	3,2	4,8
Innofactor*	46	50	7,6	6,1	5,2	4,5	0,6	0,5	9,6	7,9	6,2	6,9
Netum Group*	36	41	8,7	8,2	8,3	7,8	0,9	0,9	12,1	9,9	5,0	5,7
Solteq*	11	35	26,7	9,8	9,9	6,5	0,6	0,6		31,4		
Tietoenvy*	2198	3077	8,5	7,8	7,0	6,7	1,1	1,0	8,9	8,1	8,1	8,4
Vincit*	45	34	8,1	5,6	6,6	5,0	0,4	0,3	14,5	10,1	5,5	6,2
Witted Megacorp*	26	18	12,4	5,9	14,4	5,7	0,3	0,3	21,7	11,3		
Addnode	1448	1520	28,4	24,2	17,4	16,0	2,1	2,3	39,2	31,5	1,0	1,2
Avensia AB	27	32	12,3	8,9	7,6	6,5	0,9	0,8	13,4	9,5	3,7	6,2
Bouvet	580	613	15,5	14,0	12,3	11,2	1,8	1,6	18,6	17,0	4,7	5,6
CombinedX	77	77	8,5	7,4	6,1	5,5	0,9	0,8	10,9	9,4		
Exsitec	200	214	20,3	16,3	14,2	12,1	2,8	2,5	25,2	19,7	1,4	1,8
Knowit	442	522	17,3	12,8	8,6	7,5	0,9	0,8	21,6	14,9	2,9	3,8
Netcompany Group	2158	2467	21,7	18,3	16,3	13,9	2,8	2,5	27,7	21,4	0,0	0,1
NNIT	359	370	15,3	11,6	12,4	9,5	1,4	1,3	27,2	16,3		
Proact Group	378	370	13,2	12,9	7,6	7,4	0,8	0,8	18,6	17,8	1,8	1,8
Webstep	57	73	14,0	11,1	10,1	8,6	0,9	0,9	15,1	11,1	6,7	9,2
<b>Siili Solutions (Inderes)</b>	<b>65</b>	<b>67</b>	<b>8,8</b>	<b>7,6</b>	<b>5,9</b>	<b>5,2</b>	<b>0,57</b>	<b>0,52</b>	<b>12,2</b>	<b>10,4</b>	<b>3,7</b>	<b>4,4</b>
<b>Keskiarvo</b>			<b>15,6</b>	<b>11,4</b>	<b>10,7</b>	<b>8,6</b>	<b>1,2</b>	<b>1,1</b>	<b>19,9</b>	<b>15,6</b>	<b>3,7</b>	<b>4,5</b>
<b>Mediaani kaikki</b>			<b>13,8</b>	<b>10,6</b>	<b>9,3</b>	<b>7,4</b>	<b>0,9</b>	<b>0,8</b>	<b>18,6</b>	<b>14,1</b>	<b>3,4</b>	<b>4,8</b>
<b>Erotus-% vrt. mediaani</b>			<b>-36 %</b>	<b>-28 %</b>	<b>-36 %</b>	<b>-30 %</b>	<b>-35 %</b>	<b>-39 %</b>	<b>-34 %</b>	<b>-26 %</b>	<b>10 %</b>	<b>-9 %</b>
<b>Mediaani suomalaiset</b>			<b>10,6</b>	<b>8,0</b>	<b>7,7</b>	<b>6,3</b>	<b>0,7</b>	<b>0,7</b>	<b>14,5</b>	<b>10,7</b>	<b>5,0</b>	<b>5,7</b>
<b>Erotus-% vrt. mediaani</b>			<b>-17 %</b>	<b>-4 %</b>	<b>-23 %</b>	<b>-18 %</b>	<b>-21 %</b>	<b>-23 %</b>	<b>-16 %</b>	<b>-2 %</b>	<b>-25 %</b>	<b>-23 %</b>

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

# DCF-laskelma

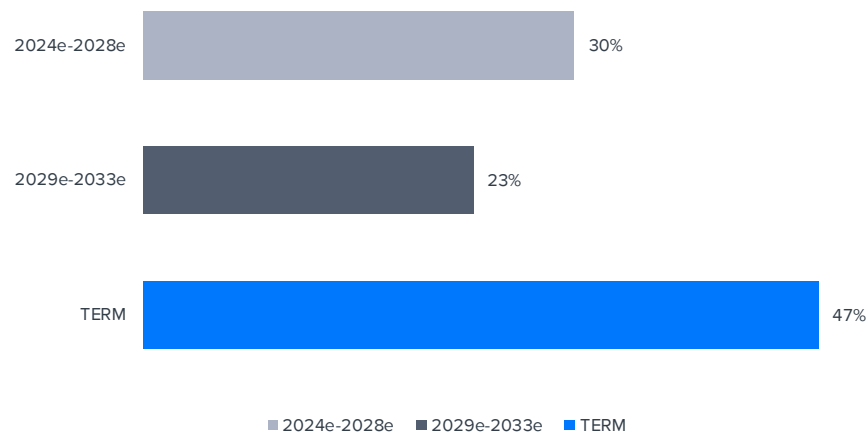
DCF-laskelma	2023	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	3,7 %	-4,3 %	3,6 %	6,1 %	4,0 %	4,0 %	4,0 %	4,0 %	3,0 %	3,0 %	2,0 %	2,0 %
Liikevoitto-%	5,6 %	5,3 %	5,8 %	6,7 %	7,5 %	7,5 %	7,5 %	7,0 %	7,0 %	7,0 %	7,0 %	7,0 %
<b>Liikevoitto</b>	<b>6,9</b>	<b>6,3</b>	<b>7,1</b>	<b>8,7</b>	<b>10,1</b>	<b>10,5</b>	<b>10,9</b>	<b>10,6</b>	<b>10,9</b>	<b>11,2</b>	<b>11,4</b>	
+ Kokonaispoistot	5,2	5,1	5,1	5,2	5,3	5,4	5,4	5,1	5,0	4,9	5,0	
- Maksetut verot	-1,8	-1,2	-1,4	-1,8	-2,1	-2,0	-2,2	-2,1	-2,2	-2,3	-2,3	
- verot rahoituskuluista	-0,2	-0,3	-0,2	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	
+ verot rahoitustuotoista	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	
- Käyttöpääoman muutos	-3,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
<b>Operatiivinen kassavirta</b>	<b>7,1</b>	<b>9,9</b>	<b>10,7</b>	<b>12,0</b>	<b>13,3</b>	<b>13,8</b>	<b>14,1</b>	<b>13,6</b>	<b>13,7</b>	<b>13,9</b>	<b>14,2</b>	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	-4,4	-4,9	-4,1	-4,3	-4,4	-4,5	-4,6	-4,8	-4,9	-5,0	-5,3	
<b>Vapaa operatiivinen kassavirta</b>	<b>2,6</b>	<b>5,0</b>	<b>6,6</b>	<b>7,8</b>	<b>8,9</b>	<b>9,3</b>	<b>9,5</b>	<b>8,8</b>	<b>8,8</b>	<b>8,9</b>	<b>8,9</b>	
+/- Muut	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	2,6	5,0	6,6	7,8	8,9	9,3	9,5	8,8	8,8	8,9	8,9	112
<b>Diskontattu vapaa kassavirta</b>		<b>4,7</b>	<b>5,7</b>	<b>6,1</b>	<b>6,3</b>	<b>6,0</b>	<b>5,6</b>	<b>4,7</b>	<b>4,3</b>	<b>3,9</b>	<b>3,6</b>	<b>45,1</b>
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		96,0	91,2	85,6	79,5	73,2	67,1	61,6	56,9	52,6	48,7	45,1
<b>Velaton arvo DCF</b>		<b>96,0</b>										
- Korolliset velat		-32,7										
+ Rahavarat		29,0										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		-2,1										
<b>Oman pääoman arvo DCF</b>		<b>90,2</b>										
<b>Oman pääoman arvo DCF per osake</b>		<b>11,1</b>										

## Pääoman kustannus (WACC)

Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	10,0 %
Vieraan pääoman kustannus	6,0 %
Yrityksen Beta	1,40
Markkinoiden riski-preemio	4,80 %
Likviditeettipreemio	1,40 %
Riskitön korko	2,5 %
<b>Oman pääoman kustannus</b>	<b>10,6 %</b>
<b>Pääoman keskim. kustannus (WACC)</b>	<b>10,0 %</b>

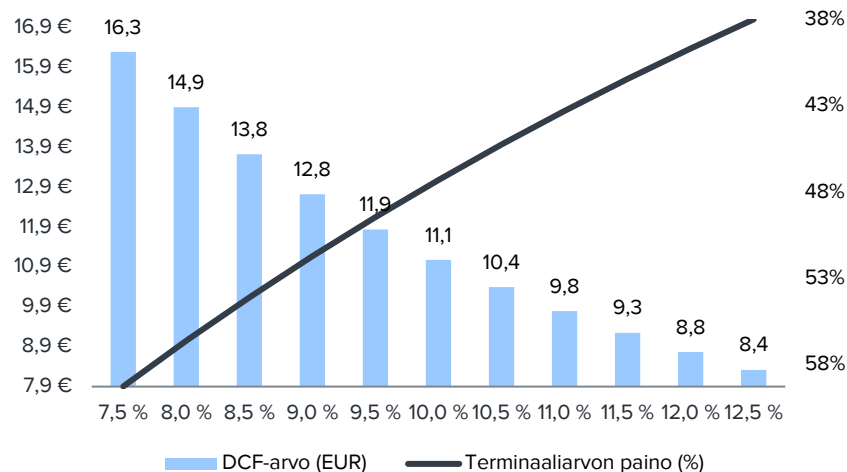
Lähde: Inderes

## Rahavirran jakauma jaksoittain

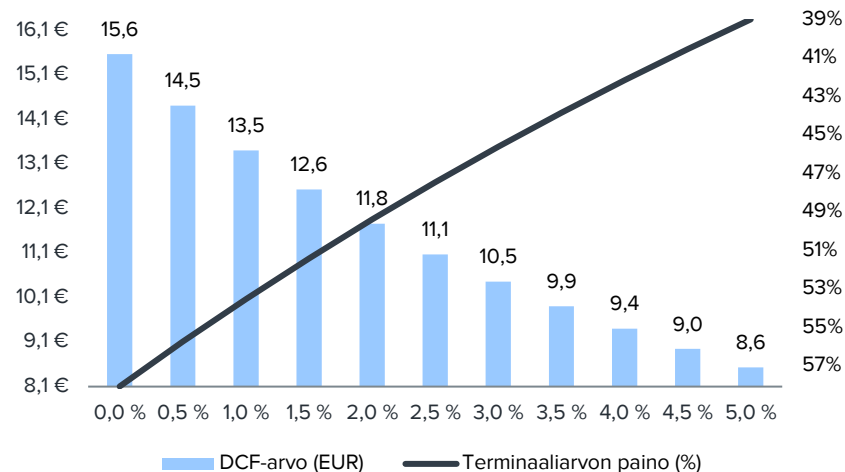


# DCF:n herkkyysskalkelmat ja avainoletukset graafeina

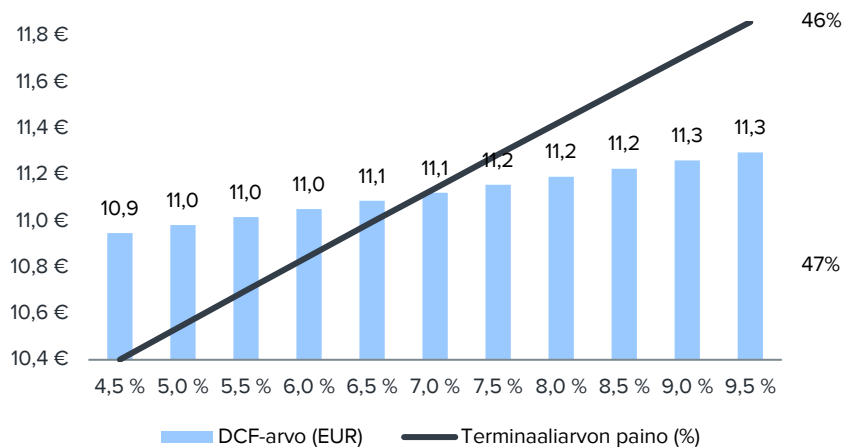
### DCF-arvon herkkyys muutoksille WACC-%:ssa



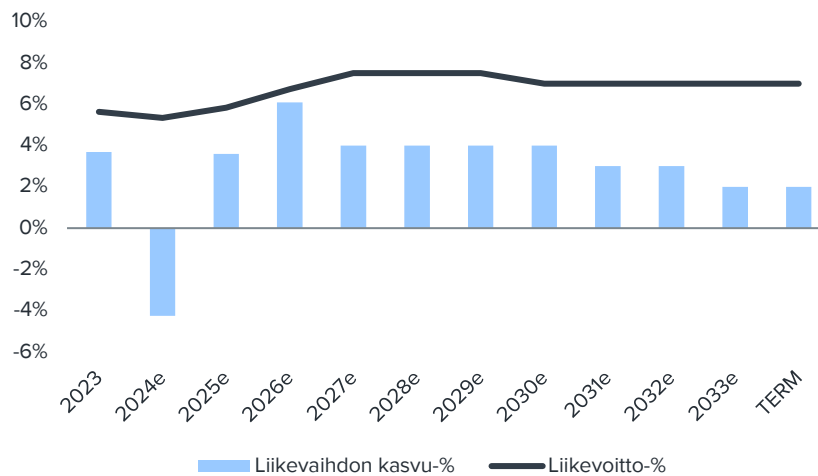
### DCF-arvon herkkyys muutoksille riskittömässä korossa



### DCF-arvon herkkyys muutoksille terminaalin liikevoittomarginaalissa (EBIT-%)



### DCF-laskelman kasvu- ja kannattavuusoletukset



Lähde: Inderes. Huomaa, että terminaaliarvon paino (%) on esitetty käänteisellä asteikolla selkeyden vuoksi.

# Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2021	2022	H1'23	H2'23	2023	H1'24e	H2'24e	2024e	2025e	2026e	2027e
Liikevaihto	99,3	118	65,3	57,4	123	59,5	57,9	117	122	129	134
Käyttökate	12,0	14,9	6,8	5,3	12,1	5,2	6,1	11,3	12,2	13,9	15,4
Poistot ja arvonalennukset	-4,5	-4,8	-2,7	-2,5	-5,2	-2,5	-2,5	-5,1	-5,1	-5,2	-5,3
Liikevoitto ilman kertaeriä	9,3	11,6	5,0	3,7	8,7	3,5	4,1	7,6	8,3	9,9	10,1
Liikevoitto	7,6	10,1	4,1	2,8	6,9	2,7	3,6	6,3	7,1	8,7	10,1
Nettorahoituskulut	-1,1	-4,7	0,4	-1,8	-1,4	-0,6	-0,6	-1,1	-0,6	-0,5	-0,2
Tulos ennen veroja	6,4	5,4	4,6	1,0	5,5	2,1	3,0	5,2	6,5	8,2	9,9
Verot	-1,2	-1,7	-1,0	0,5	-0,6	-0,5	-0,7	-1,2	-1,4	-1,8	-2,1
Nettotulos	5,1	3,7	3,5	1,4	5,0	1,7	2,3	4,0	5,1	6,5	7,8
EPS (oikaistu)	0,93	1,01	0,36	0,30	0,66	0,30	0,36	0,66	0,77	0,94	0,96
EPS (raportoitu)	0,73	0,49	0,44	0,18	0,61	0,20	0,29	0,49	0,63	0,80	0,96

Tunnusluvut	2021	2022	H1'23	H2'23	2023	H1'24e	H2'24e	2024e	2025e	2026e	2027e
Liikevaihdon kasvu-%	19,2 %	19,2 %	10,9 %	-3,4 %	3,7 %	-8,8 %	0,9 %	-4,3 %	3,6 %	6,1 %	4,0 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%		25,3 %	-22,3 %	-27,9 %	-24,8 %	-30,7 %	11,0 %	-12,9 %	8,7 %	19,2 %	2,1 %
Käyttökate-%	12,1 %	12,6 %	10,4 %	9,2 %	9,9 %	8,8 %	10,5 %	9,7 %	10,0 %	10,8 %	11,4 %
Oikaistu liikevoitto-%	9,3 %	9,8 %	7,7 %	6,5 %	7,1 %	5,8 %	7,2 %	6,5 %	6,8 %	7,6 %	7,5 %
Nettotulos-%	5,2 %	3,2 %	5,4 %	2,5 %	4,1 %	2,8 %	4,0 %	3,4 %	4,2 %	5,0 %	5,8 %

Lähde: Inderes

# Tase

Vastaavaa	2022	2023	2024e	2025e	2026e
<b>Pysyvät vastaavat</b>	<b>47,4</b>	<b>47,4</b>	<b>47,2</b>	<b>46,2</b>	<b>45,3</b>
Liikearvo	31,9	32,5	32,5	32,5	32,5
Aineettomat hyödykkeet	9,3	8,4	8,1	6,9	5,7
Käyttöomaisuus	6,0	5,5	5,6	5,8	6,0
Sijoitukset osakkuusrytysiin	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut sijoitukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset varat	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Laskennalliset verosaamiset	0,1	0,8	0,8	0,8	0,8
<b>Vaihtuvat vastaavat</b>	<b>58,7</b>	<b>52,8</b>	<b>42,7</b>	<b>44,3</b>	<b>47,2</b>
Vaihto-omaisuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut lyhytaikaiset varat	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Myyntisaamiset	22,2	23,8	22,8	23,6	25,0
Likvidit varat	36,3	29,0	20,0	20,7	22,2
<b>Taseen loppusumma</b>	<b>106</b>	<b>100</b>	<b>89,9</b>	<b>90,5</b>	<b>92,5</b>

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2022	2023	2024e	2025e	2026e
<b>Oma pääoma</b>	<b>40,3</b>	<b>42,1</b>	<b>44,0</b>	<b>46,6</b>	<b>50,2</b>
Osakepääoma	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Kertyneet voittovarot	14,3	15,2	17,1	19,7	23,4
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muu oma pääoma	25,9	26,7	26,7	26,7	26,7
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Pitkäaikaiset velat</b>	<b>31,5</b>	<b>19,5</b>	<b>19,8</b>	<b>16,9</b>	<b>14,2</b>
Laskennalliset verovelat	1,8	1,2	1,2	1,2	1,2
Varaukset	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Korolliset velat	29,6	18,2	18,6	15,6	13,0
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Lyhytaikaiset velat</b>	<b>34,3</b>	<b>38,6</b>	<b>26,2</b>	<b>27,0</b>	<b>28,0</b>
Korolliset velat	8,5	14,5	3,1	3,1	2,6
Lyhytaikaiset korottomat velat	25,8	24,1	23,1	23,9	25,4
Muut lyhytaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Taseen loppusumma</b>	<b>106</b>	<b>100</b>	<b>89,9</b>	<b>90,5</b>	<b>92,5</b>

# Yhteenveto

Tuloslaskelma	2021	2022	2023	2024e	2025e	Osakekohtaiset luvut	2021	2022	2023	2024e	2025e
Liikevaihto	99,3	118,3	122,7	117,5	121,7	EPS (raportoitu)	0,73	0,49	0,61	0,49	0,63
Käyttökate	12,0	14,9	12,1	11,3	12,2	EPS (oikaistu)	0,93	1,01	0,66	0,656	0,770
Liikevoitto	7,6	10,1	6,9	6,3	7,1	Operat. kassavirta / osake	0,43	1,79	0,88	1,22	1,31
Voitto ennen veroja	6,4	5,4	5,5	5,2	6,5	Vapaa kassavirta / osake	-2,28	0,35	0,32	0,61	0,81
Nettovoitto	5,1	3,7	5,0	4,0	5,1	Omapääoma / osake	3,54	5,26	5,19	5,42	5,74
Kertaluontoiset erät	-1,7	-1,5	-1,8	-1,3	-1,2	Osinko / osake	0,18	0,20	0,26	0,30	0,35
<b>Tase</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024e</b>	<b>2025e</b>	<b>Kasvu ja kannattavuus</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024e</b>	<b>2025e</b>
Taseen loppusumma	81,5	106,1	100,2	89,9	90,5	Liikevaihdon kasvu-%	19 %	19 %	4 %	-4 %	4 %
Oma pääoma	24,9	40,3	42,1	44,0	46,6	Käyttökateen kasvu-%	32 %	24 %	-19 %	-6 %	8 %
Liikearvo	28,1	31,9	32,5	32,5	32,5	Liikevoiton oik. kasvu-%	38 %	25 %			0 %
Nettovelat	12,5	1,8	3,7	1,7	-2,0	EPS oik. kasvu-%	19 %	9 %	-35 %	0 %	17 %
<b>Kassavirta</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024e</b>	<b>2025e</b>	Käyttökate-%	12,1 %	12,6 %	9,9 %	9,7 %	10,0 %
Käyttökate	12,0	14,9	12,1	11,3	12,2	Oik. Liikevoitto-%	9,3 %	9,8 %	6,9 %	6,4 %	6,9 %
Nettokäyttöpääoman muutos	-6,8	1,1	-3,0	0,0	0,0	Liikevoitto-%	7,6 %	8,6 %	5,6 %	5,3 %	5,8 %
Operatiivinen kassavirta	3,0	13,7	7,1	9,9	10,7	ROE-%	22,1 %	11,5 %	12,1 %	9,2 %	11,2 %
Investoinnit	-19,0	-11,1	-4,4	-4,9	-4,1	ROI-%	15,9 %	15,0 %	9,5 %	9,4 %	11,3 %
Vapaa kassavirta	-16,0	2,7	2,6	5,0	6,6	Omavaraisuusaste	30,5 %	38,0 %	42,0 %	48,9 %	51,5 %
						Nettovelkaantumisaste	50,2 %	4,5 %	8,8 %	3,8 %	-4,3 %
<b>Arvostuskertoimet</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>	<b>2023</b>	<b>2024e</b>	<b>2025e</b>						
EV/Liikevaihto	1,2	1,1	0,6	0,6	0,5						
EV/EBITDA	9,6	8,9	6,6	5,9	5,2						
EV/EBIT (oik.)	12,4	11,4	9,1	8,8	7,6						
P/E (oik.)	15,7	16,0	14,2	12,2	10,4						
P/B	4,1	3,2	1,8	1,5	1,4						
Osinkotuotto-%	1,2 %	1,2 %	2,8 %	3,7 %	4,4 %						

Lähde: Inderes



# Pohjoismaisen IT-palvelumarkkinan Q1:llä ja ohjeistukset

Q1'24

Q1'24	Kasvu, %	Orgaaninen kasvu, %	EBITA-% oik. Q1'24	EBITA-% oik. Q1'23
Digia	7 %	2 %	10,3 %	9,7 %
Digital Workforce	3 %	3 %	4,3 %	3,9 %
Gofore	0 %	-2 %	13,8 %	16,9 %
Innofactor	5 %	5 %	8,7 %	8,8 %
Loihde	6 %	3 %	-0,3 %	-5,6 %
Netum	35 %	7 %	12,4 %	9,9 %
Siili	-11 %	-11 %	5,4 %	10,0 %
Solteq	-20 %	-4 %	-1,5 %	0,4 %
Tietoevry	-1 %	-2 %	12,1 %	12,3 %
Vincit	-17 %	-17 %	3,0 %	8,7 %
Witted	-18 %	-20 %	2,6 %	-0,3 %
Avensia	-9 %	-9 %	7,2 %	-3,7 %
Addnode	22 %	1 %	10,5 %	10,2 %
Bouvet	8 %	6 %	14,0 %	14,1 %
B3 Consulting	-13 %	-13 %	2,8 %	12,6 %
Columbus	14 %	11 %	10,3 %	7,8 %
CombinedX	8 %	-1 %	11,1 %	13,8 %
Exsitec	6 %	-1 %	19,0 %	21,3 %
Knowit	-10 %	-10 %	7,7 %	10,0 %
Netcompany	4 %	4 %	12,4 %	12,8 %
NNIT	12 %	8 %	5,2 %	4,8 %
Proact Group	-2 %	-3 %	7,9 %	4,7 %
Triona	0 %	0 %	4,7 %	10,7 %
Webstep	-6 %	-6 %	8,5 %	9,1 %
Suomalaiset keskiarvo	-1 %	-3,3 %	6,4 %	6,8 %
Suomalaiset mediaani	0 %	-2,0 %	5,4 %	8,8 %
Muut Pohjoismaat keskiarvo	2 %	-1,1 %	9,3 %	9,9 %
Muut Pohjoismaat mediaani	4 %	-1,0 %	8,5 %	10,2 %
Koko Pohjoismainen keskiarvo	1 %	-2,1 %	8,0 %	8,5 %
Koko Pohjoismainen mediaani	2 %	-1,2 %	8,2 %	9,8 %

Lähde: Yhtiöt ja Inderes

Ohjeistus vuodelle 2024	Liikevaihto	EBITA/tulosohjeistus
Digia	Kasvaa	EBITA kasvaa
Digital Workforce	Kasvaa	EBITDA positiivinen ja kasvaa
Gofore	Ei ohjeista	Ei ohjeista
Innofactor	Kasvaa	EBITDA kasvaa
Loihde	Edellisen vuoden tasolla tai kasvaa	Oik. EBITDA kasvaa
Netum	4-13 % (sis. orgaaninen)	8-11 %
Siili	-2 % - +14 %	6,3 % - 8,8 %
Solteq	Kasvaa orgaanisesti	EBIT positiivinen
Tietoevry	0-3 %	12-13 %
Vincit	Laskee	EBITA-% paranee
Witted	Ei ohjeista	Ei ohjeista
Avensia		Ei ohjeistusta
Addnode		Taloudelliset tavoitteet
Bouvet		Ei ohjeistusta
B3 Consulting		Taloudelliset tavoitteet
Columbus	8-10 %	9-10 %
CombinedX		Taloudelliset tavoitteet
Exsitec		Taloudelliset tavoitteet
Knowit		Taloudelliset tavoitteet
Netcompany	7-10%	15-18 %
NNIT	10 %	8-9 %
Proact Group		Taloudelliset tavoitteet
Time People Group		Ei ohjeistusta
Triona		Ei ohjeistusta
Webstep		Taloudelliset tavoitteet

Lähde: Yhtiöt ja Inderes

# Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

Suosituksistoria (>12 kk)

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

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

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

Inderes antaa seuraamilleen osakkeille tavoitehinnan. Inderesin käyttämä suositusmetodologia perustuu osakkeen 12 kuukauden kokonaistuotto-odotukseen (sis. kurssinousu ja osingot) ja huomioi Inderesin näkemyksen tuotto-odotukseen liittyvästä riskistä. Suosituspolitiikka on neliportainen suosituksiin myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään 2-4 kertaa vuodessa yhtiöiden osavuosikatsausten yhteydessä, mutta suosituksia ja tavoitehintoja voidaan muuttaa myös muina aikoina markkinatilanteen mukaisesti. Annetut suositukset tai tavoitehinnat eivät takaa, että osakkeen kurssi kehittyisi tehdyin arviot mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonmääritysmenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF), arvostuskertoimet, vertailuryhmäänalyysi ja osien summa -analyysi. Käytettävät arvonmääritysmenetelmät ja tavoitehinnan perusteet ovat aina yhtiökohtaisia ja voivat vaihdella merkittävästi riippuen yhtiöstä ja (tai) toimialasta.

Inderesin suosituspolitiikka perustuu seuraavaan jakaumaan suhteessa osakkeen 12 kuukauden riskikorjattuun kokonaistuotto-odotukseen.

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

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

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

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

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

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

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
15.5.2014	Osta	13,00 €	11,22 €
15.8.2014	Osta	15,50 €	12,99 €
2.3.2015	Lisää	20,50 €	19,17 €
3.6.2015	Lisää	21,00 €	18,23 €
17.8.2015	Osta	23,00 €	18,24 €
25.11.2015	Lisää	24,00 €	22,34 €
26.2.2015	Lisää	24,00 €	22,70 €
24.3.2016	(Osakkeen split)	8,00 €	7,50 €
30.3.2016	Lisää	8,00 €	7,50 €
14.8.2016	Lisää	8,20 €	7,83 €
10.10.2016	Vähennä	8,40 €	8,50 €
1.3.2017	Lisää	10,50 €	9,48 €
12.6.2017	Lisää	12,00 €	11,34 €
15.8.2017	Lisää	12,50 €	11,80 €
28.2.2018	Vähennä	12,50 €	12,05 €
5.4.2018	Lisää	11,80 €	10,25 €
15.8.2018	Lisää	12,50 €	11,20 €
19.10.2018	Lisää	9,80 €	8,50 €
22.2.2019	Lisää	9,80 €	9,04 €
28.2.2019	Lisää	9,40 €	8,68 €
2.5.2019	Lisää	9,60 €	9,00 €
15.8.2019	Lisää	9,60 €	8,66 €
14.10.2019	Lisää	10,00 €	9,26 €
28.2.2020	Osta	11,00 €	8,96 €
31.3.2020	Lisää	9,00 €	7,72 €
29.4.2020	Lisää	9,70 €	8,46 €
12.8.2020	Osta	12,00 €	10,15 €
28.10.2020	Lisää	12,50 €	11,70 €
7.12.2020	Lisää	13,00 €	12,15 €
22.2.2021	Lisää	17,00 €	15,90 €
30.4.2021	Vähennä	17,50 €	17,86 €
19.8.2021	Lisää	17,00 €	15,88 €
28.10.2021	Lisää	17,00 €	15,10 €
21.2.2022	Lisää	16,00 €	14,00 €
29.4.2022	Osta	17,50 €	14,75 €
19.8.2022	Lisää	17,50 €	15,85 €
28.10.2022	Lisää	17,50 €	14,80 €
17.11.2022	Osta	17,50 €	13,90 €
20.2.2023	Lisää	18,00 €	16,20 €
26.4.2023	Lisää	18,00 €	16,05 €
14.7.2023	Lisää	16,00 €	13,65 €
17.8.2023	Osta	14,50 €	11,45 €
20.10.2023	Lisää	11,50 €	9,72 €
25.10.2023	Lisää	11,50 €	9,20 €
28.2.2024	Lisää	11,50 €	9,40 €
25.4.2024	Vähennä	9,30 €	8,84 €
13.6.2024	Vähennä	8,60 €	8,04 €

Inderesin tehtävä on yhdistää sijoittajat ja pörssiyritykset. Asiakkainamme on yli 400 pörssiyritystä, jotka haluavat palvella omistajiaan ja sijoittajayhteisöä tarjoamalla parempaa sijoittajaviestintää. Sijoittajayhteisöömme kuuluu yli 70 000 aktiivista osakesijoittamisesta kiinnostunutta jäsentä.

Inderesin yhteiskunnallisena tavoitteena on demokratisoida sijoittajatieta. Uskomme sijoittajien yhtäläisiin mahdollisuuksiin saada tietoa, jonka avulla säästää ja sijoittaa tulevaisuuteensa.

Pörssiyrityksille tuotamme ratkaisuja, joiden avulla toteuttaa tehokasta ja avointa sijoittajaviestintää. Inderesin tuotetarjooma kattaa kaikki keskeiset pörssiyrityksen sijoittajaviestinnän tarvitsemat ratkaisut. Päätuotteitamme ovat osakeanalyysi, IR-tapahtumat, IR-ohjelmistot ja yhtiökokoukset.

Sijoittajayhteisölle tarjoamme palveluita, joiden avulla yhteisön jäsenet voivat kehittyä paremmiksi sijoittajiksi, verkostoitua muiden sijoittajien kanssa sekä saada ajantasaista tietoa sijoituspäätösten tueksi.

Inderes on listattu Nasdaq First North -markkinapaikalle ja se toimii Suomessa, Ruotsissa, Tanskassa ja Norjassa.

### Inderes Oyj

Itämerentori 2

00180 Helsinki

+358 10 219 4690

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



STARMINE  
ANALYST AWARDS  
FROM REFINITIV



THOMSON REUTERS  
ANALYST AWARDS



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



Mikael Rautanen  
2014, 2016, 2017, 2019



Sauli Vilén  
2012, 2016, 2018, 2019, 2020



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



Olli Koponen  
2020



Joni Grönqvist  
2019, 2020



Erkki Vesola  
2018, 2020



Petri Gostowski  
2020



Atte Riikola  
2020

**Analyysi kuuluu  
kaikille.**