

Siili Solutions

Yhtiöraportti

5/2019

Seuraavaa versiota rakentamassa

Siili on voimakkaan ja menestyksekkään yrityskauppavetoisen laajentumisen jälkeen saavuttanut kehitysvaiheen, jossa yhtiön on löydettävä uusi menestysresepti. Yhtiössä on toteutettu viimeisen vuoden aikana mittavia sisäisiä uudistuksia, joiden avulla on luotu perustaa kannattavalle kasvulle seuraavassa vaiheessa. Yhtiöltä puuttuvat vielä näytöt uuden strategian onnistumisesta, minkä takia Siilin osaketta hinnoitellaan nyt selkeästi alle yhtiön vertailuryhmän. Olemme tarkistaneet hieman tavoitehintaamme 9,6 euroon sektorin ja yhtiön alkuvuodesta parantuneen näkyvyyden myötä (aik. 9,4 euroa).

Takana menestyksäs vuosikymmen

Siili on kasvanut 2010-luvulla nopeasti Suomen IT-palvelumarkkinan keskisuurten toimijoiden joukkoon asemoimalla tarjoomansa IT-markkinan kasvaville alueille, menestymällä osaajakilpailussa, kasvamalla organisesti ja tekemällä onnistuneita yrityskauppoja. Siili on myös pystynyt reagoimaan IT-markkinan muutoksiin monia suuria toimijoita nopeammin. Siilin osake on tuottanut lähes 300 % (plus osingot) vuoden 2012 listautumisen jälkeen etenkin vahvan yrityskauppavetoisen arvonluonnin ansiosta. Viime vuonna yhtiön profiili sijoittajien silmissä kuitenkin muuttui kasvuyhtiöstä käänneyhtiöksi, kun sisäinen muutosprosessi iski odotuksia voimakkaammin yhtiön kannattavuuteen.

Rakenteita uudistetaan kasvun jatkumisen mahdollistamiseksi

Siili käynnisti uuden johdon alaisuudessa viime vuonna uudistumisen kohti itseohjautuvaa organisaatiomallia, joka jakautuu autonomisiin liiketoimintayksiköihin. Monien muiden sektorin yhtiöiden tavoin Siili myös tavoittelee resurssimyyntiin sijaan liiketoimintakriittisemmän ratkaisutoimittajan roolia asiakkaissaan. Haasteena strategiassa on rakentaa yhtenäinen palvelutarjooma yhdistettynä autonomisiin yksiköihin perustuvaan organisaatiomalliin. Vastaavasti onnistuessaan itseohjautuva organisaatiomalli tuo liiketoimintaan merkittävää tehokkuutta ja kannattavuushyötyjä, mistä yhtiön sektorilla on hyviä esimerkkejä. Arviomme mukaan Siilin uudistumisen perustanrakennus tehtiin viime vuonna ja tästä vuodesta alkaen yhtiö lähtee asteittain palaamaan kohti kannattavan kasvun uraa.

Markkinan kysyntänäkymät vahvat, mutta tuloskasvu käy vaikeammaksi

Suomen IT-palvelumarkkinan kysyntänäkymät ovat yhä vahvat ja Siillillä on myös yksi lupaava kansainvälinen kasvuvaihe (autoteollisuus). Voimakkaasti kasvaneet kohdemarkkinat ovat kuitenkin saavuttamassa kypsempää vaihetta ja arvoa luova kasvu on käynyt sektorilla haastavammaksi osaajakilpailusta ja yritysostokohteiden arvostusten noususta johtuen. Näkemyksemme mukaan Suomen IT-palvelumarkkina on siirtymässä hyvin osaajavetoisesta kilpailusta vaiheeseen, jossa kilpailuetua haetaan tavoittelemalla strategisempaa roolia asiakkaissa. Siili on kulkenut strategiassaan tähän suuntaan jo usean vuoden ajan.

Asteittaista kannattavuuskäännettä odottavilla ennusteilla tuotto-odotus on hyvä

Siilin uusi strategia tarkoitti merkittäviä sisäisiä muutoksia, mikä rasitti vuoden 2018 tulosta (EBITDA-% 6 %) ja katkaisi vuosia kestäneen kannattavan kasvun suoran. Yhtiöllä on viimeisimmän yrityskaupan sekä toteutettujen muutosten myötä edellytykset parantaa selvästi kannattavuuttaan, mutta näytöt puuttuvat vielä. Arvioimme yhtiön vuosien 2019-2020 liikevaihdon kasvavan 16 % ja 7 % ja EBITDA-%:n nousevan 11 %:n tasolle lähivuosina. Ennusteillamme vuosien 2019-2020 P/E-luvut ovat 13x ja 10x. Arvostus tarjoaa hyvän tuotto-odotuksen yhtiön palatessa edes vaatimattomalle kannattavuusuralle.

Analytikot



Mikael Rautanen
+358 50 3460 321
mikael.rautanen@inderes.fi

Suositus ja tavoitehinta

Lisää

Edellinen: Lisää



9,6 EUR

Edellinen: 9,4 euroa

Osakekurssi: 9,00 EUR

Potentiaali: 6,7 %

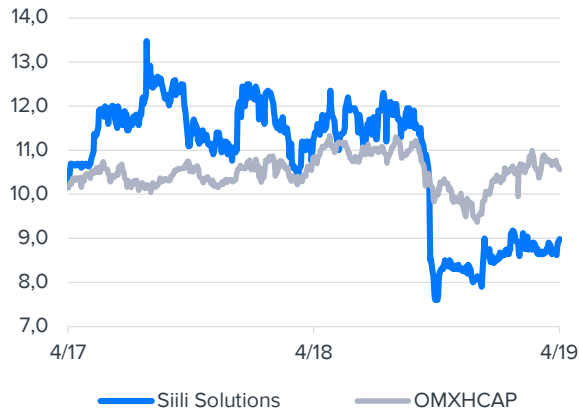
Avainluvut

	2018	2019e	2020e	2021e
Liikevaihto	70	82	87	92
kasvu-%	21 %	16 %	7 %	6 %
EBIT oik.	3,6	6,2	7,9	9,0
EBIT-% oik.	5,1 %	7,6 %	9,0 %	9,7 %
Nettotulos	1,6	3,6	5,0	6,0
EPS (oik.)	0,36	0,68	0,87	0,99

P/E (oik.)	22,2	13,3	10,4	9,1
P/B	2,9	2,9	2,6	2,3
Osinkotuotto-%	2,8 %	3,8 %	5,3 %	6,1 %
EV/EBIT (oik.)	17,5	10,7	7,9	6,5
EV/EBITDA	15,4	8,4	6,5	5,5
EV/Liikevaihto	0,9	0,8	0,7	0,6

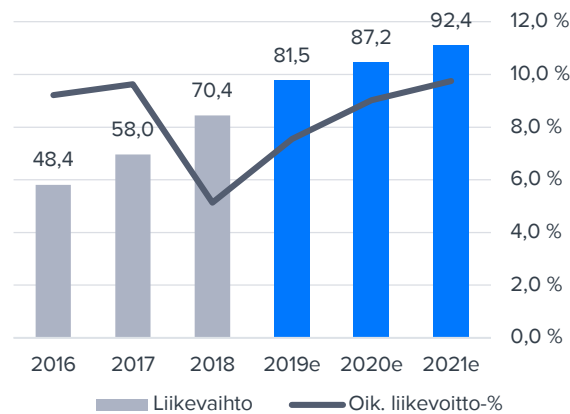
Lähde: Inderes

Kurssikehitys



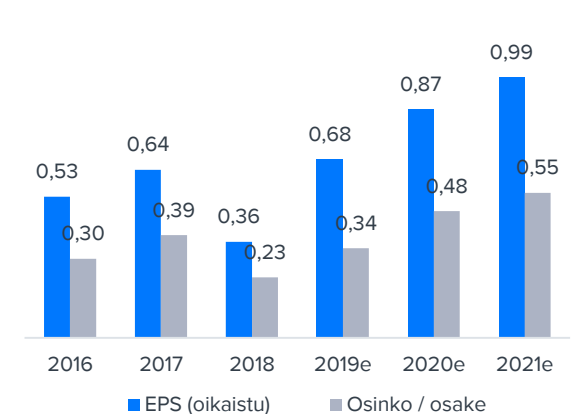
Lähde: Thomson Reuters

Liikevaihto ja liikevoitto



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes



Arvoajurit

- Arvonluonti vahvan organaisen kasvun ja yrityskauppojen kautta
- Kannattavuudessa selkeää parannuspotentiaalia
- Sektorin kysyntänäkymät vahvat
- Uuden strategian ja toimintamallin onnistuminen

Riskitekijät

- Kiristynvä osaajakilpailu ja palkkainflaatio
- Yrityskauppojen onnistuminen
- Projektiriskit suurissa IT-hankeissa
- Kasvun hallinta
- Organisaatiomuutoksen onnistuminen

Arvostus

- Vuoden 2018 heikko tulos ei anna arvostukselle tukea
- Arvostustaso alle vertailuryhmän
- Hyvä 4-5 % osinkotuotto lähivuosina
- Ennustetun maltillisen kannattavuuskäänteen onnistuessa osakkeessa nousuvaraa

Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	6-8
Sijoitusprofiili	9-10
IT-palvelumarkkinat	12-18
Kilpailu	19-22
Strategia	23-26
Historiallinen kehitys	27-28
Ennusteet ja arvonmääritys	29-31
Taulukot	32-40
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	42

Siili lyhyesti

Siili on digitalisaatoratkaisujen asiantuntijayritys. Yhtiö auttaa asiakkaitaan rakentamaan digitaalisia palveluita yhdistämällä strategista näkemystä, luovaa suunnittelua, informaationhallintaa sekä teknologia-osaamista.

2005

Perustamisvuosi

2012

Listautuminen First Northiin (päälista 2016)

70,4 MEUR (+21% vs. 2017)

Liikevaihto 2018

4,1 MEUR (6% lv:sta)

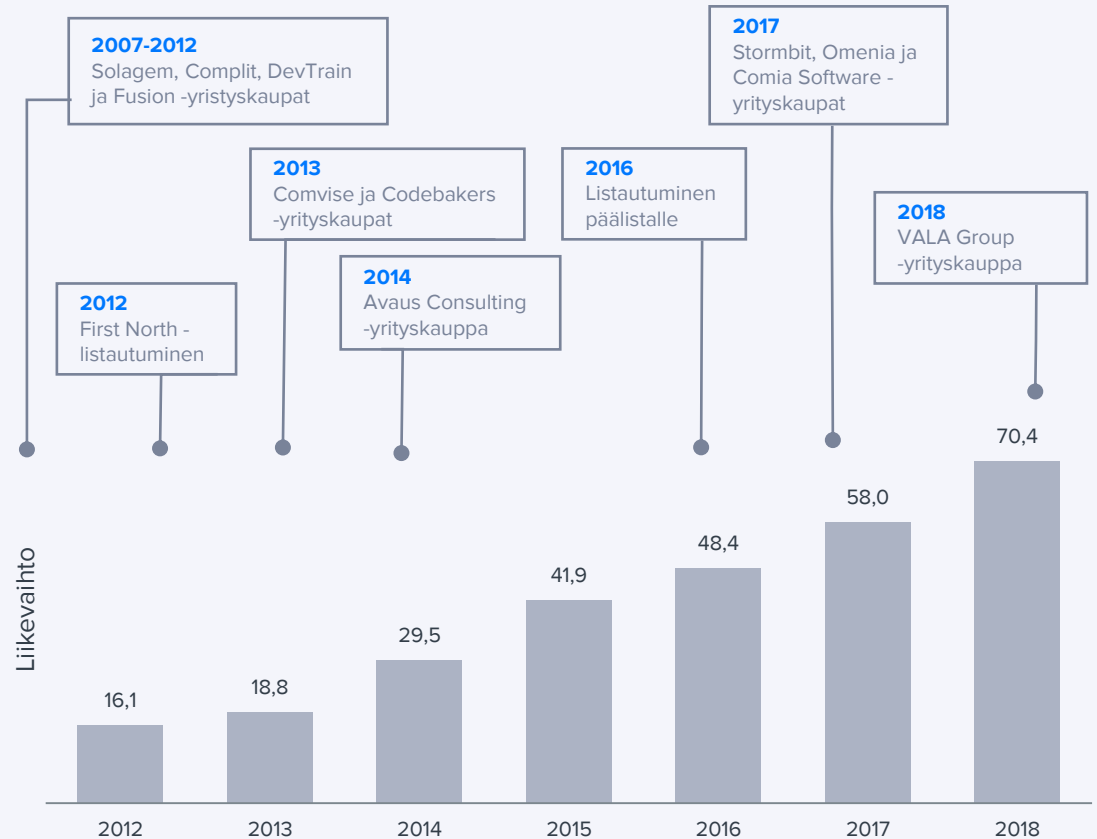
Käyttökate 2018

13 %

Kansainvälisen liikevaihdon osuus

697

Henkilöstö 2018



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 1/2

Ketterä ja kasvava IT-palveluyhtiö

Siili on vuonna 2005 perustettu teknologiariippumaton ohjelmistojärjestelmien luovaan suunnitteluun ja tekniseen toteutukseen erikoistunut konsulttiyritys. Yhtiön 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, asiakasräätelöityjen uusien digipalveluiden suunnittelun ja kehityksen, kokonaisvaltaisten IT-ratkaisujen toimituksen, ohjelmistoautomaation, pilvipalvelut ja autoteollisuuden digitalisaatoratkaisut (ulkomaat). Yhtiön vahvoja osaamisalueita IT-markkinassa ovat design, informaationhallinta, teknologia (ohjelmistokehitys) sekä ohjelmistorobotiikka ja -automaatio.

Siili on noin 700 osaajan henkilöstöllä ja 70 MEUR liikevaihdolla yksi useista Suomen IT-markkinan keskiuurista hyvin menestyneistä ”uuden ajan” toimijoista, jotka ovat onnistuneet tällä vuosikymmenellä kasvamaan merkittävään kokoluokkaan panostamalla IT-markkinan kasvavalle uusien digipalveluiden alueelle. Markkinan vakiintuneet toimijat ovat olleet hitaampia reagoimaan markkinan muutokseen. Siilillä on hyvät näytöt sen visiosta ja kyvystä reagoida IT-markkinan trendeihin ja yhtiö on panostanut onnistuneesti markkinan kasvualueille.

Siili on rakentunut lukuisista yrityskaupoista, joita yhtiö on tehnyt historiansa aikana yksitoista.

Yrityskaupat ovat olleet pääasiassa melko pieniä ja ne on integroitu historiassa tiiviisti, minkä takia yhtiö on välttänyt ajautumisen hajanaiseksi portfolio-organisaatioksi ja säilyttänyt yhtenäisen toimintamallin ja kulttuurin läpi historian.

Siili listautui vuonna 2012 First North -listalle ja siirtyi pörssin päälistalle vuonna 2016. Osakkeen kokonaistuotto First North -listautumisannin merkintähintaan nähden on ollut lähes 300 % (plus osingot) reilun kuuden vuoden ajalta. Arvonluonti on perustunut suhteellisten arvostustasojen nousuun, vahvaan orgaaniseen kasvuun sekä onnistuneisiin yrityskaupoihin. Vuodesta 2012 yhtiön osakekohtainen tulos on kasvanut noin 25 %:n vuotuista vauhtia. Kannattavuus (EBITDA-%) on ollut historiassa vakaa 9-10 % vuosina 2012-2017 ja sektoriin nähden tyydyttävällä tasolla. Vuonna 2018 EBITDA-% putosi 6 %:iin, kun yhtiön kasvaneen kokoluokan kasvukivut realisoituivat ensimmäistä kertaa kunnolla kannattavuuteen.

Päämarkkina Suomessa suurissa organisaatioissa

Siilillä on Suomessa yksiköitä Helsingissä, Oulussa, Tampereella ja Seinäjoella. Lisäksi yhtiöllä on Puolassa Wrocławissa ja Szczelnissä tuotantoyksiköt. Itsenäisesti toimivalla Siili Auto -yksiköllä on toimipisteet Berliinissä, Stuttgartissa, Piilaaksossa ja Detroitissa.

Siilin palveleamat asiakassektorit ovat julkishallinto, finanssi, teollisuus ja palvelut sekä autoteollisuus (ulkomailla). Yhtiön ensisijaisina asiakasorganisaatioita ovat Suomen 500 suurinta yritystä sekä julkinen sektori. Yhtiö pyrkii ketterällä

toimintamallillaan, luovalla osaamisella sekä digitaalisten palveluiden kehityksen osaamisellaan syrjäyttämään etenkin suuria IT-palvelutaloja suurissa asiakasorganisaatioissa.

Liiketoimintamalli asiantuntijamyntiä

Siili on liiketoimintamalliltaan korkean tason asiantuntijamyntiä erilaisilla toimitusmalleilla. Arviomme mukaan suurin osa liiketoiminnasta on tuntilaskutteista osaajaresurssien vuokrausta ja osa ratkaisutoimitusten myyntiä, joka voi perustua kiinteään projektitoimitukseen, tuntityöhön tai näiden yhdistelmään. Juridisesti liikevaihto pohjautuu tyypillisesti pitkiin puitesopimuksiin. Arviomme mukaan yhtiö kantaa liiketoiminnassaan hyvin rajallisen määrän projektiriskejä. Lisäksi Siilillä on jatkuvia ylläpitosopimuksia, joihin voi sisältyä pilvikapasiteetin jälleenmyyntiä. Ylläpitoliiketoiminta on vielä melko pienessä mittakaavassa, mikä on selkeä heikkous IT-generalisteihin nähden. Yhtiöllä ei ole valmishjelmistojen toimitusten tai ohjelmistolisenssien jälleenmyynnin liiketoimintaa.

Siilin liiketoimintamallin vahvuuksia ovat kevyt kustannusrakenne, maltillinen riskitaso, vakaa kannattavuus ja rahavirta. Heikkouksia ovat skaalautuvuuden ja jatkuvuuden puute.

Siili ei sulje pois uusiin liiketoimintamalleihin laajentumista ja yhtiön uuden organisaatiomallin tavoitteena on luoda edellytyksiä uusien itsenäisten liiketoimintojen syntymiselle. Uusia liiketoimintoja ei kuitenkaan lähdetä rakentamaan negatiivisella kassavirralla.

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 2/2

Uudistunut organisaatorakenne ja osaamisalueet

Siili on toteuttanut merkittävän organisaatiouudistuksen uuden toimitusjohtaja Timo Luhtaniemen aloitettua vuoden 2018 alussa. Yhtiön aiempi johtamismalli toimi hyvin vuosien 2012-2017 strategiakaudella, jolloin Siili kasvoi voimakkaasti yrityskauppavetoisesti ja rakensi määrätietoisesti asemansa IT-markkinalla. Yhtiön mukaan vanha ylhäältä johdettu matriisiorganisaatio ei kuitenkaan enää toiminut merkittävästi kasvaneessa kokoluokassa eikä tukenut kasvun jatkumista. Yrityskauppavetoinen kasvu oli luonut arvoa, mutta Siilin kannattavuus oli lähimpiä verrokkeja heikompi ja hyvin kannattavien yritysten ostot eivät näkyneet marginaaleissa. Yhtiön oli uudistettava liiketoiminnan perusrakenteita.

Siilin uudessa itseohjautuvuuteen pohjautuvassa organisaatorakenteessa yhtiö siirtyi kohti itsenäisistä yksiköistä koostuvaa verkostoa, jossa luovutaan hierarkiasta, vähennetään hallinnollisia rooleja sekä osallistetaan työntekijöitä siirtämällä asiakastiimeille enemmän valtaa ja vastuuta. Tavoitteena on luoda itsenäisiä alle 200 hengen yksiköitä, jotka voivat toimia eri liiketoimintamalleilla. Emoyhtiön roolina on tarjota tukipalveluita ja kehittää liiketoimintoja. Samalla yhtiö uudisti liiketoiminnan taustajärjestelmänsä.

Nykyisiä yksiköitä ovat Key Accounts (räätälöidyt digipalvelut), Solutions (ratkaisuliiketoiminta), Siili_One (asiantuntijavuokraus), Cloud Managed Services (jatkuvat palvelut), Siili_Auto (autoteollisuus) sekä itsenäisenä yhtiönä toimiva

ohjelmistoautomaatioon keskittynyt VALA Group. Yksikkörakenne on kuitenkin vielä muotoutumassa ja siihen on odotettavissa muutoksia. Arviomme mukaan valtaosa yhtiön 70 MEUR liikevaihdosta tulee räätälöityjen digipalveluiden kehitysprojekteista (Key Accounts) sekä huippuosaajien resurssivuokraustyyppisestä myynnistä (Siili_One). Siili_Auton liikevaihto oli noin 9 MEUR ja VALA Groupin noin 7 MEUR.

Onnistuessaan uusi toimintamalli voisi tuoda organisaatioon skaalautuvuutta, joustavuutta, innovaatiota ja houkuttelevuutta työnantajana. Yhtenä organisaation vahvuutena on yhtiön itse kehittämä osaamisenhallinnan järjestelmä, mikä tuo operatiivista tehokkuutta. Organisaatorakenteen haasteena on arviomme mukaan siilomaiseksi portfolio-organisaatioksi ajautumisen riski ja yhtenäisen asiakasviestin puuttumisen riski. Siilin haasteena on arviomme mukaan myös monien muiden ketterien digikehittäjätalojen tavoin organisaation myynnilinen ja kulttuurillinen painottuminen resurssien myyntiin sen sijaan, että ratkaistaisiin asiakkaan ongelmia. Sektorin toimijoilla on kuitenkin selkeä suuntaus pyrkiä vahvemman kumppanin rooliin asiakkaissa.

Siilin soveltama itseohjautuvuus on IT-palvelusektorilla selkeä trendi, jota ovat soveltaneet lukuisat menestyneet sektorin yhtiöt (kuten Reaktor, Futurice, Gofore). Sektorilla on nähtävissä nyt myös laajempaa siirtymää tähän suuntaan ja itseohjautuvia malleja ovat ottaneet käyttöön myös muun muassa Innofactor ja Tieto.

Osaamisalueiden kilpailijat

Siili kilpailee lähes kaikilla alueillaan suuria IT-

generalisteja vastaan. Palvelualueittain kilpailua on seuraavasti:

- Digipalveluiden ohjelmistokehityksessä ja luovassa suunnittelussa lähimpiä kilpailijoita ovat esimerkiksi Vincer, Reaktor, Gofore, Futurice ja Solita.
- Ratkaisuliiketoiminnassa vastassa ovat vahvemmin laajan tarjooman omaavat IT-palvelutalot (kuten Digia ja Tieto).
- Ohjelmistoautomaatiossa kilpailijoita ovat vakiintuneet IT-generalistit sekä erikoistuneet toimijat (kuten Digital Workforce).
- Siili_One kilpailee IT-osaajien hubittajia kuten Ework Groupia ja Mavericksia vastaan. Ratkaisevaa on kyky houkutellessa osaajia ja yhdistää ne asiakastarpeisiin. Tämä on markkina, joka tulee 10 vuoden tähtäimellä konsolidoitumaan verkostovaikutusten myötä todennäköisesti muutaman vahvan digitaalisuutta hyödyntävän alustan peliksi, minkä myötä itsenäisenä yksikkönä Siili_One:ssa voi olla kiinnostavaa potentiaalia.
- 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 Tieto) ja markkinaan tähtäävät myös erikoistuneet toimijat (kuten Nordcloud) sekä monet IT-palvelutalot (kuten Gofore)

Kumppanit



Teknologiatoimittajat ja -yhteisöt

Toiminnot

Autonomiset liiketoimintayksiköt



Emoyhtiön toiminnot

Markkinointi ja go-to-market



Tukipalvelut

Liiketoimintojen kehitys



Palvelualueet

Asiantuntijavuokraus



Räätälöidyt digipalvelut



IT-kokonaisratkaisut



Pilvipalvelut



Ohjelmistoautomaatio



Autoteollisuus



Alihankkijat, resurssivuokraajat

Liiketoimintaidea

Siili rakentaa digitaalisia palveluja yhdistämällä strategista näkemystä, luovaa suunnittelua, informaationhallintaa sekä teknologia-osaamista.

siili

- Itseohjautuva organisaatiomalli
- Autonomiset liiketoimintayksiköt
- Vahva rekrytointi- ja osaamisenhallinnan osaaminen
- Vahvat näytöt yrityskaupoista ja markkinatrendien tunnistamisesta
- Vakiintunut asema Suomen IT-palvelumarkkinassa

Myyntikanavat



Suoramyynti loppuasiakkaalle



Alihankkijaketju (autoteollisuus)

Kilpailu



Asiakastoimialoja



Teollisuus



Finanssi



Julkishallinto



Palvelut



Automotive (ulkomaat)

Kustannusrakenne

697 hlö (2018)
67 m€ (2018)



Henkilöstökulut
(65 % kustannuksista)



Alihankkijat ja ostot
(20 %)



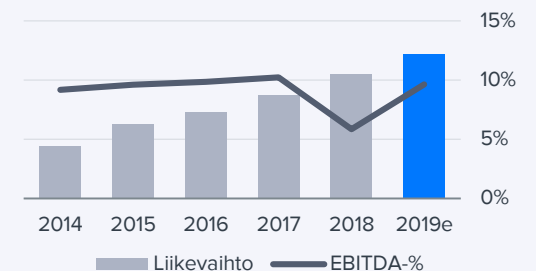
Liiketoiminnan muut kulut
(15 %)



Projekti- ja asiantuntijatyö

Tulovirrat

Liikevaihto 70,4 m€
EBITDA 4,1 m€ (2018)



Sijoitusprofiili

Uudistumisvaiheessa voimakkaan kasvun jälkeen

Siili on ollut menestystarina 2010-luvulla ja yhtiöllä on vahva track-record arvonluonnista sekä kyvystä iskeä IT-markkinan kasvualueisiin. Yhtiön sijoitusprofiilia ei kuitenkaan voida liikaa nojata sen vahvaan historialliseen kehitykseen, koska Siili on johdon ja koko organisaation rakenteen osalta erilainen yhtiö kuin muutama vuosi sitten. Siilin ”seuraavalta versiolta” puuttuvat vielä näytöt kannattavasta kasvusta, mikä vaikuttaa lyhyellä aikavälillä osakkeen hyväksytyyn arvostustasoon.

Suomen IT-markkinasta löytyy useita Siilin kaltaisia yhtiöitä, jotka ovat kasvaneet nopeasti noin 500 osaajan kokoluokkaan erinomaisella kannattavuudella suotuisan markkinan myötätulessa. Seuraava kasvuloikka on kuitenkin konsulttiyrityksille usein haastava, koska se edellyttää uudenlaisia organisaatorakenteita sekä siirtymää vaativampiin projekteihin ja asiakkaisiin. Myös markkinaympäristö on kasvun jatkumisen kannalta käynyt vaativammaksi. Siili on tällä hetkellä tässä taitekohdassa luomassa nahkaansa uudelleen viime vuonna käynnistettyjen muutosten jälkeen.

Siilissä melko tyypillisten kehitysvaiheiden mukaisesti uuden johdon aloittaessa muutosprosessin ensimmäisenä vuotena (2018) kannattavuus notkahtaa uudistustoimien takia, toisena vuotena (2019) nähdään käänne parempaan ja muutoksen onnistuessa kolmannelta vuodelta (2020) alkaen yhtiö on kannattavan kasvun uralla.

Onnistuessaan muutoksessa näemme yhtiöllä

potentiaalia merkittävään tuloskasvuun nykyiseltä heikolta tasolta (2018 EBITDA-% 6 %), sillä emme näe liiketoimintamallissa rakenteellisia syitä, minkä takia Siili ei pitkällä aikavälillä voisi päästä parhaiden verrokkien tasoiseen kannattavuuteen (EBITDA ~15%) erityisesti organisaatiomallin hyötyjen realisoituessa tehokkuuteen (käyttöasteiden parantuminen). Lyhyellä aikavälillä osakkeen tärkein ajuri on kannattavuuden elpyminen. Yhtiön vahva tase (kassa 10 MEUR) antaa myös kapasiteettia muutosten toteuttamiseen ja kasvuinvestointeihin.

Markkinan pitkän aikavälin fundamentit suosiolliset

Muiden IT-konsulttien tavoin Siili tarjoaa sijoittajalle mahdollisuuden sijoittaa digitalisaatiotrendiin palveluyhtiön rajatummalla riskitasolla. Markkinan pitkän aikavälin kysyntäfundamentit ovat mielestämme erittäin hyvät ja Siili todennäköisesti toimii voimakkaasti kasvavalla markkinalla myös seuraavat 10 vuotta. Melko nuorena yhtiönä Siilillä ei myöskään ole rasitteenaan hiipuvien palvelualueiden liiketoimintaa, mutta vastaavana heikkoutena yhtiöllä on rajallisesti jatkuvaa ylläpitoliiketoimintaa.

Suotuisista kysyntänäkymistä huolimatta omistaja-arvoa luova kasvu on käynyt Suomen IT-palvelusektorilla lyhyellä aikavälillä arviomme mukaan haastavaksi. Tämä johtuu kiristyneestä osajamarkkinasta ja yritystokohteiden arvostustasojen noususta sekä siitä, että terveen kilpailun ja vahvojen ostajien takia sektorin hinnoittelu ympäristö ei ole helppo.

Itsenäinen autoteollisuuden liiketoiminta on

luonteeltaan optio merkittävään kansainväliseen kasvuun pitkällä aikavälillä. Markkina on houkutteleva, mutta ostajat ovat erittäin vaativia. Autoliiketoiminnalla on tällä hetkellä dilutoiva vaikutus Siilin kannattavuuteen.

Siilin rooli IT-markkinan konsolidaatiossa

Suomen IT-markkinan konsolidaatio käy aktiivisena, mutta pääosin kaupat keskittyvät pieniin toimijoihin. Digipalveluiden kehityksen markkinan siirtyessä nyt kypsempään vaiheeseen ja IT-markkinan eri osa-alueiden yhdyttyä on laajempi konsolidaatio todennäköistä. Kiinnostava skenaario voisi olla kahden Siilin kaltaisen keskimarkkinan toimijan yhdistäminen vahvemmaksi toimijaksi haastamaan suuria generalisteja. Suomen markkina kiinnostaa myös kansainvälisiä teollisia ostajia sekä pääomasijoittajia. Siilin seuraavan 10 vuoden arvonluonnin kannalta olennaista on myös yhtiön rooli sektorin laajemmassa konsolidaatiossa. Lyhyellä tähtäimellä Siilin on kuitenkin keskityttävä laittamaan kotipesä kuntoon.

Riskiprofiili

Siilin riskiprofiili on heikentynyt selvästi, kun yhtiön vakaa tuloskehitys katkesi vuonna 2018. Tämä vaikuttaa negatiivisesti osakkeen arvostukseen siihen asti, kunnes yhtiö saa käänteen todistettua. Yleisellä tasolla Siilin liiketoimintamallin riskiprofiili on maltillinen johtuen palveluliiketoiminnan luonteesta ja siitä, ettei yhtiö kanna olennaisia projektiriskejä tai kehitä uusia liiketoimintoja kassavirtanegatiivisesti. Riskejä nostaa lähinnä yrityskauppojen onnistuminen ja kansainvälisessä kasvussa onnistuminen.

Sijoitusprofiili

1.

Asemoituu IT-markkinan kasvualueille

2.

Markkinalla vahvat pitkän ajan kasvufundamentit

3.

Autoteollisuus ja uudet liiketoiminta-aihiot kasvuoptioita

4.

Yhtiö sisäisesti merkittävässä murrosvaiheessa

5.

Vahva tase ja kapasiteetti investointeihin

Potentiaali



- Organisaation uudistusprosessin onnistuminen palauttaisi yhtiön kannattavan kasvun uralle
- Suomen IT-markkinassa Siilillä yhä potentiaalia kasvaa selvästi markkinaa nopeammin
- Autoteollisuudessa Siilillä merkittävää kansainvälistä kasvupotentiaalia
- Siilin rooli IT-markkinan konsolidaatiossa voi tarjota omistajille tuottomahdollisuuksia

Riskit



- Murrosvaihe vielä kesken
- Kuumentunut IT-markkina vaikeuttaa kannattavaa kasvua
- Kansainvälistymisen ja yrityskauppojen onnistuminen
- Asiakasriippuvuus ja toimitusten projektiriskit

Liiketoimintamallin riskiprofiili



IT-palvelumarkkinat 1/5

Markkinan koko ja määritelmä

Markkinan koko ja määritelmä

Suomen ICT-kokonaismarkkina on Gartnerin arvion mukaan hieman yli 7 miljardia euroa (sisältäen laitemyynnin), mistä IT-palvelumarkkinan koko on noin puolet. Markkina kasvoi viime vuonna 3,9 % Gartnerin arvion mukaan. Pohjoismaiden (Ruotsi, Norja, Suomi, Tanska) IT-palvelumarkkinan koko on noin 14 miljardia euroa ja lähivuosien kasvuennuste 2-3 % (IDC).

IT-palvelumarkkinan perinteiseen määritelmään kuuluvia osa-alueita ovat esimerkiksi IT-konsultointi, ohjelmistokehityspalvelut, integrointi- ja käyttöönottopalvelut, ulkoistuspalvelut, ohjelmistojen ylläpito- ja tuki sekä IT-infrastruktuuripalvelut. IT-palvelumarkkinan ja sen euromääräisen koon määritelmä on kuitenkin hämärtymässä, kun IT:n rooli on nousemassa digitalisaation myötä konehuoneesta liiketoiminnan ytimeen eri toimialoilla. Siten IT-palveluyhtiöiden toimintakenttä risteää yhä vahvemmin uusien rinnakkaismarkkinoiden kanssa, joita ei ole perinteisesti katsottu kuuluvan IT-markkinoihin (sivu 17). Näitä ovat esimerkiksi strategiakonsultointi, design ja palvelumuotoilu.

Markkinan kasvunäkymät

Yhteiskunnan digitalisoituminen edellyttää toteutuakseen valtavan määrän käsipareja rakentamaan, integroimaan ja ylläpitämään uusia sovelluksia, minkä takia IT-konsulttiyhtiöiden pitkän aikavälin kysyntäfundamentit ovat erinomaisia. Tämän ansiosta IT-palveluyhtiöt tarjoavat sijoittajalle hyvän mahdollisuuden sijoittaa digitalisaatiotrendiin palveluliiketoiminnan rajatumalla riskillä.

Suomen IT-markkinan kasvuennuste lähivuosille on noin 4 % (Gartner). Markkinan voidaan odottaa kasvavan selvästi yleistä taloutta nopeammin, joskin makrotalouden tilanne voi vaikuttaa herkästi IT-

investointien aktiviteettiin tietyillä palvelualueilla. Etenkin kokeiluluontoisempia uusien digipalveluiden kehitysinvestointeja saatetaan jarruttaa nopeasti, mistä OP Ryhmä antoi sektorille viime vuonna muistutuksen. Liiketoimintakriittisissä sovelluksissa taantumakestävyys on selvästi vahvempaa.

IT-markkina Suomessa on ollut erittäin hyvässä vedossa nyt yli 3 vuoden ajan ja suotuisa markkina on tarjonnut monille sektorin toimijoille voimakkaan kasvun ja erinomaisen kannattavuuden (sivu 22). Edellisestä heikosta jaksosta ei kuitenkaan ole pitkää aikaa. Vuodet 2010-2015 markkina käytännössä polki paikallaan Suomen talustilanteen takia. Markkinassa nähtiin vuoden 2016 aikana selkeä piristyminen, joka on sen jälkeen kiihtynyt. Taustalla on ollut Suomen talouden piristyminen sekä asiakasorganisaatioiden herääminen digitalisaatioon. IT-yhtiöiden asiakkaat ovat nyt siirtymässä kiihtyvällä tahdilla puheista tekoihin digitalisaatiossa, kun organisaatioissa on alettu ymmärtää mitä digitalisaatio tarkoittaa omalle liiketoiminnalle ja mitä investointeja se edellyttää. Teknologian aiheuttama toimintaympäristöjen muutos on myös tuonut kiireellisyyden tunnetta antamaan vauhtia investoinneille. Tämä on markkinan kasvua ajava trendi, joka todennäköisesti jatkuu vahvana lähivuosina teknologian nopean kehityksen myötä.

Siili on kasvanut selvästi markkinaa nopeammin asemoitumalla markkinan kasvualueille sekä ennakoimalla oikea-aikaisesti markkinatrendejä. Yhtiö lähti esimerkiksi panostamaan designin alueella jo 2010-luvun alkupuolella vuosia ennen, kuin muu markkina ryntäsi samalle palvelualueelle.

IT-investointien muuttuva luonne jakaa markkinaa

Jatkuvasti voimistuva digitalisaatiomurros käynnisti IT-markkinalla 2010-luvulla uuden aikakauden, joka on jakanut markkinaa uusiksi ja synnyttänyt Suomeen lukuisia uusia toimijoita ja menestystarinoita.

Ennen digitalisaatiomurroksen käynnistymistä asiakasorganisaatioiden kysyntä IT-markkinalla painottui hyvin vahvasti konehuoneen puolelle liiketoiminnan ja prosessien tehokkuutta parantaviin sekä kustannussäästöjä tuoviin IT-ratkaisuihin. Luonnollisesti IT-palveluyritysten palvelutarjoama painottui ja rakentui tällä aikakaudella näiden ratkaisujen ympärille.

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

Markkinan murros on luonut voimakkaan kasvumahdollisuuden monille uudelle aikakaudelle syntyneille toimijoille (kuten Futurice, Solita, Reaktor, Gofore ja Vincit), jotka ovat profiloituneet tarjoomaltaan uusien digipalveluiden kehittäjiksi. Uusia merkittävään kokoluokan saavuttaneita ja kasvavia, muutama vuosi sitten vielä täysin tuntemattomia nimiä nousee edelleen markkinalle kiihtyvällä tahdilla. Samalla perinteiset toimijat ovat olleet hitaita mukauttamaan tarjontaansa ja kulttuuriaan vastaamaan paremmin markkinan muuttuvaa ostokäyttäytymistä ja palvelualueiden kysyntää. Käytännössä kaikki toimijat ovat reagoineet muutoksen hankkimalla uusia osaamisalueita usein reaktiivisesti yritysostoin, mikä on kiihdyttänyt samalla markkinan konsolidaatiota.

IT-palvelumarkkinat 2/5

IT-palvelumarkkinan muutosta 2010-luvulla voidaan havainnollistaa yksinkertaistettuna jakamalla markkina kasvaviin uusiin digitaalisiin palveluihin sekä perinteiseen tietojärjestelmäkehitykseen. Markkinan voidaan arvioida viisi vuotta sitten jakautuneen noin 20/80 % jaolla uusien digitaalisten palveluiden ja perinteisemmän tietojärjestelmäkehityksen välille. Useamman käsityksen mukaan suhdeluku muuttuu modernin arkkitehtuurin myötä ja vastaava jako kääntyy lähivuosina 50/50 % tasolle (sivu 18). Tämä on kuvastanut markkinan historiallista kehitystä, jossa digipalvelut ovat olleet usein yksittäisiä irrallisia pisteratkaisuja ("shadow IT"). Markkinan kahtiajakaminen muuttuu tulevaisuudessa epärelevantiksi, sillä uusia digitaalisia palveluita ei voida käsitellä liiketoiminnan ydinjärjestelmistä erillisenä. Selkeänä trendinä markkinalla onkin nyt nähtävissä IT-ostamisen vakavoituminen, kun asiakasorganisaatioissa on havaittu, että oikotietä digitalisaatioon ei pystytä hankkimaan ostamalla digisovelluksia tietohallinto ohitaan. Organisaatioiden vakiintuneet tietojärjestelmät eivät katoa, vaan niitä on modernisoitava toimimaan alustoina uusille digipalveluille. IT-investoinnit kohdistuvat uusiin toiminnallisuuksiin, joita rakennetaan rajapintaratkaisuilla olemassa olevien järjestelmien päälle.

Ei ole sattumaa, että viime vuosina IT-generalistien tehdessä mittavia irtisanomisia 2010-luvulla samaan aikaan monet pienet, liiketoimintalähtöiset IT-talot ovat pystyneet huimaan kasvuun. Kahtiajako "perinteisen IT:n" ja "nousevan IT:n" välillä on ollut mielestämme yksi keskeisiä syitä, minkä takia Suomenkin markkinasta löytyy esimerkiksi Siilin, Vincitin, Solitan, Goforen, Reaktorin ja Futuricen kaltaisia menestystarinoita. Toisaalta perinteisen IT-kehityksen hiipuminen ja sen automatisoituminen selittävät osittain Tiedon ja CGI:n kaltaisten toimijoiden vaatimatonta kasvua ja mittavia irtisanomisia Suomessa. Toinen syy pienten ketterien toimijoiden menestykselle on ollut arviomme mukaan niiden

organisaatio- ja johtamismallien innovaatio. Näitä toimijoita yhdistää tyypillisesti kevyt itseohjautuviin tiimiehin perustuva organisaatiomalli, mikä on tuonut niille tehokkuutta, muutosnopeutta ja ketteryyttä sekä kilpailuetua osajakilpailussa.

IT-palvelumarkkina on käynyt kuvatus murroksen myötä läpi merkittävän muutoksen viimeisen 10 vuoden aikana. Seuraavan kymmenen vuoden aikana markkinan muutosnopeus kiihtyy entisestään ja teknologian kompleksisuuden sekä nopean kehityksen takia markkinamuutosten ennustamisesta tulee yhtiöille entistä vaikeampaa. Siten mielestämme sektorin yhtiöiden organisaatioiden reagointi- ja muutoskyky kilpailuetuna korostuu.

Markkinan sisäinen jakautuminen ja kehityssuunta

Olemme jakaneet IT-palvelumarkkinan kolmeen eri osioon (sivu 17) seuraavasti:

- 1. Uusien digitaalisten palveluiden markkina**, joka käsittää uusien digitaalisten palveluiden kehityksen (räätelöity ohjelmistokehitys). Tämä on ollut markkinan voimakkaimmin kasvava (arvioimme >20 %) osa-alue, joka on käytännössä syntynyt vasta viimeisen reilun 5 vuoden aikana. Nimekkäitä toimijoita markkinalla ovat muun muassa Reaktor, Futurice, Nitor, Bitfactor ja Vincit, minkä lisäksi suuret IT-generalistit ovat lähteneet panostamaan tälle alueelle myöhässä. Tälle markkinalle ominaista on matala alalle tulon kynnyks.
- 2. IT-taustajärjestelmien ja yritysohjelmistojen markkina**, joka käsittää laajasti ERP:n ja siihen liitännäiset järjestelmät kattaen pääasiassa valmisohjelmistojen toimituksen, räätelöinnin, integraation ja ylläpidon. Tällä markkinalla Suomessa tunnettuja toimijoita ovat esimerkiksi Innofactor, Solteq, Digia, Sofigate, eCraft, Bilot sekä erityisesti IT-generalistit (kuten Tieto ja CGI). Tällä alueella markkinan kasvu on ollut hidasta ja ominaista korkea alalle tulon kynnyks.

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

Viime vuosina näkyvin trendi markkinalla on ollut IT-talojen pyrkimys päästä kiinni asiakkuuksiin jo digitalisaatiohankkeiden suunnitteluvaiheessa (digikonsultointi, palvelumuotoilu ja design), sillä yhden suunnittelutyötunnin myynti on tarkoittanut moninkertaista määrää ohjelmistokehitystuntien myyntiä. Tämä on näkynyt markkinalla lukuisina yrityskauppoina ja käytännössä kaikki suuremmat palvelumuotoilu- ja design-toimistot on viime vuosina imuroitu pois Suomen markkinalta. Lisäksi monet IT-konsultit pyrkivät laajentumaan strategiatason konsultointiin, joskin pääosin heikolla menestyksellä. Strategiakonsultoinnin haasteena IT-yhtiöille on intressiristiriita IT-hankkeiden toimituksen kanssa.

Selkein uusi suuntaus sektorin toimijoilla on elinkaarijattelu, sillä monet uudet toimijat pyrkivät nyt rakentamaan myös kyvykkyyden tarjota ohjelmistoylläpitoa. Näemmekin Suomen IT-palvelumarkkinan kehittyvän nyt yhä voimakkaammin suuntaan, jossa perinteisten ja uusien toimijoiden tiet ovat risteämässä ja raja "uuden" ja "perinteisen" IT:n välillä hämärtyy.

IT-palvelumarkkinat 3/5

Taustalla on molempien toimijoiden pyrkimys rakentaa laajempien kokonaisratkaisujen toimituskyvykkyys läpi asiakkaan elinkaaren, kun asiakasorganisaatiot siirtyvät uusien digipalveluiden kokeilusta ja suunnittelusta vaiheeseen, jossa uudet ratkaisut pitää integroida laajamittaisesti koko yrityksen prosesseihin sekä järjestelmiin. Pienten ohjelmistokehittäjätalojen osaaminen ja tarjonta ei tällöin yksinään ulotu riittävän syvälle asiakkaan IT-järjestelmiin ja prosesseihin. Tämä kehitys voi myös kiihdyttää markkinan konsolidaatiota.

Ylläpito- ja taustajärjestelmäosaaminen tekee paluuta

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

Tämä suuntaus elinkaariajatteluun on Siilin kaltaisten digipalveluiden kehittäjien näkökulmasta yksi haaste, mihin yhtiö pyrkii vastaamaan rakentamalla kyvykkyksiä ylläpitoon ja pilvi-infrastruktuuriin. Siilin vahvuuksia kuitenkin ovat arviomme mukaan yhtiön data- ja integraatio-osaaminen.

Osaajien saatavuus rajoittaa markkinan kasvua

IT-markkinan suotuisasta kysyntätilanteesta johtuen

viimeisten vuosien aikana markkinan kilpailu on kääntynyt yhä voimakkaammin asiakkaista osaajiin erityisesti ohjelmistokehityksessä. Sektorin yhtiöiden kanssa käymiemme keskustelujen perusteella monien kasvua olennaisesti rajoittaa osaajien saatavuus. Viime aikoina jotkin toimijat ovat kommentoineet osaajakilpailun saaneen jo epäterveitä piirteitä.

Raju osaajakilpailu on viimeisen 5 vuoden aikana korostanut kulttuuria ja rekrytointiosaamista yritysten kilpailutekijänä. Voittajia tässä trendissä ovat viime vuosina olleet selkeästi pienet ja ketterät toimijat, jotka usein erottuvat kulttuurilla ja organisaatiomallilla. Näitä toimijoita ovat olleet esimerkiksi Vincer, Reaktor, Futurice, Solita ja Gofore. Monet toimijat ovat laajentaneet toimintaansa myös uusiin kaupunkeihin päästäkseen kiinni uusiin rekrytointimarkkinoihin ja alueellinen strategia on ollut myös tärkeä kilpailutekijä.

IT-yhtiöiden asiakkaat ovat myös havainneet, että digitalisaatio on jatkuva prosessi, jota ei voi hankkia vain projektina IT-toimittajalta. Tämän takia myös teollisuus on aktivoitunut kilpailemaan yhä enemmän samoista osaajista, mikä on kiristänyt osaajakilpailua.

IT-palvelumarkkinan osaajatarjonta on ollut 2010-luvulla verrattain hyvää, kun suuret generalistit (kuten Tieto ja CGI) ovat vähentäneet väkeään ja Nokia-arvoketjun romahdus on tuonut uusia osaajia markkinalle. Nyt monien sektorin toimijoiden kasvua ruokkinut markkinan hyvä osaajatarjonta on normalisoitumassa. Uusia osaajia valmistuu kouluista rajallinen määrä, mikä taas ei riitä tyydyttämään yhtiöiden kasvutavoitteita. Toimialan nopean rakennemuutoksen takia IT-osaajien tarjonta osaamisalueiden puolesta ei myöskään arviomme mukaan ole vastannut markkinan kysynnän tarpeisiin ja markkina kärsii kohtaanto-ongelmasta. Tarve vanhasta teknologiakeskeisestä insinööriosajasta on siirtynyt osaajiin ja IT-yrityksiin, jotka osaavat yhdistää teknologian lisäksi luovuuden ja

liiketoimintaymmärryksen. Tämä on IT-palvelu yrityksille vaikea kyvykkyys rakentaa, sillä niiden kulttuuri ei usein taivu tähän tarpeeseen. Samaan aikaan monet suuret IT-palveluyhtiöt ovat nähneet irtisanomiset tehokkaampana keinona verrattuna henkilöstön uudelleen kouluttamiseen, mikä on vaurioittanut niiden työnantajakuva ja kulttuuria.

Arviomme mukaan IT-markkinalla tullaan siirtymään seuraavaksi ylikorostuneen osaajakilpailun jälkeen vaiheeseen, jossa kilpailullinen fokus ja kilpailuedun lähteet siirtyvät osaajista asiakkaisiin. Osaajakilpailusta on tullut uusi normaali ja siitä on enää vaikea saada markkinalla selkeää kilpailuetua. Hyvä työnantajakuva on siten nykyään enemmänkin pääsylippu peliin.

Kustannusinflaatio ja hinnoitteluympäristö

Kirstyntyneen osaajakilpailun aiheuttaman kasvurasitteen lisäksi IT-sektorin kustannusinflaatio on nostanut päätään, vaikka palkka toimii osaajakilpailussa toissijaisena kilpailutekijänä. Eri yhtiöiden kanssa käymiemme keskusteluiden perusteella palkkainflaatio oli viime vuonna vajaan 5 %:n tasolla. Hyvästä kysyntätilanteesta huolimatta markkinalla on tuntuva hintakilpailua johtuen monien kasvutavoitteista ja lisäksi suuret asiakasorganisaatiot ovat vaativia ostajia. Yhtiöiden kommenttien perusteella kiihtynyttä kustannusinflaatiota ei ole saatu vietyä täysin eteenpäin hintoihin, koska monilla pitkäaikaiset puitesopimukset vaikeuttavat tätä. Tämä on jo rasittanut sektorin kannattavuuksia. Yleisesti sektorin hinnoitteluympäristö on terveellä tasolla ja esimerkiksi tuntuva offshore-toiminnoista syntyvää rajua hintapainetta ei markkinalla ole aistittavissa. Useat sektorin toimijat ovat kertoneet etsivänsä arvontuottoon pohjautuvia hinnoittelumalleja, mutta käsityksemme mukaan asiakkaiden halu siirtyä tällaisiin hinnoittelumalleihin on heikkoa ja yleisesti hinnoittelu perustuu asiantuntijatyön myyntiin.

IT-palvelumarkkinat 4/5

Markkinan trendit

Trendit organisaatioiden IT-ostamisessa

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

- Suuria, monivuotisia korkean riskin erp-projekteja (SAP, Oracle, IBM) ei enää tehdä ja tämä markkina hiipuu. Vakiintuneet toiminnanohjausjärjestelmät eivät poistu asiakkailta, mutta ne jäävät ylläpitotilana olemassa olevien IT-toimittajien hoitoon ja niitä viedään pilveen. Toiminnanohjausjärjestelmien modernisointiin investoidaan, jotta ne eivät olisi pullonkaulana digitalisaatiohankkeille. Siten markkinan luonne muuttuu. Häviäjiä ovat olleet suurista projekteista riippuvat generalistit. Hyötyjiä ovat usein pienemmät toimijat, joilla on integraatio-osaamista.
- IT:n hankkiminen suurina projekteina vähenee ja siirtyy kohti pienempiä, iteroivia prosesseja sekä jatkuvaa kehitystä. Häviäjiä ovat jäykät ja hidasliikkeiset projektiorganisaatiot. Hyötyjiä ovat toimijat, joilla on osaamista ketterään ohjelmistotuotantoon, kyky hallita useiden eri toimittajien palveluita sekä kyvykkyydet jatkuvien palveluiden tuottamiseen.
- Liiketoimintälähtöisen ostamisen yleistyessä IT-konsultit etsivät uusia arvontuottoon pohjautuvia, skaalautuvampia hinnoittelumalleja saadakseen irrotettua liiketoimintamallinsa heikosti skaalautuvasta asiantuntijaresurssien myynnistä. Tämä on teema, josta puhutaan paljon, mutta käytännön tasolla todellisuus on erilainen.
- IT-investoinnit siirtyvät asiakkaan liiketoiminnan tukiprosesseja tehostavista investoinneista kohti liiketoiminnan ydinproesseja tai itse lopputuotetta parantaviin investointeihin. Häviäjiä ovat

liiketoiminnan tukiprosesseja ja erp-sidosryhmiä perinteisesti palvelleet toimijat. Hyötyjiä ovat uusien digitaalisten palveluiden kehittäjät, joilla on teknistä osaamista, taustajärjestelmien osaamista sekä liiketoimintaymmärrystä.

- IT-budjettien omistus asiakkailta hämärtyy ja siirtyy CIO-roolista yhä enemmän liiketoimintajohtajien ja markkinoinnin rooliin. Häviäjiä ovat insinöörikeskeiset talot. Hyötyjiä ovat asiakkaan liiketoimintaa ja toimialaa ymmärtävät toimijat.
- IT-markkinalla tehdään edelleen vähiten sitä, mistä puhutaan eniten. Näkyvimpiin hypetermeihin liittyvien palveluiden (AI, VR, AR, IoT, NLP jne.) volyyymi on vielä pientä koko sektorin kontekstissa. Näistä kuitenkin muodostuneen seuraavan 5 vuoden tähtäimellä merkittäviä palvelualueita.
- Käyttäjakeskeisyyden ja asiakaskokemuksen nousu jatkuu. Nousevia alueita ovat esimerkiksi digitaalinen palvelumuotoilu, design ja asiakaskokemus. Osaaminen näillä alueilla nousee tärkeämmäksi kilpailutekijäksi IT-toimittajaa valitessa. Monet toimijat ovat paikanneet tätä aluetta yrityskaupoin. Hyötyjiä ovat olleet pienet luovat, design-keskeiset toimijat.
- Pilvimurros jakaa markkinoita uusiksi. Asiakkaiden IT-toimintoja viedään pilveen kiihtyvällä vauhdilla pilven hyötyjen takia ja siksi, että se on usein edellytys uusille digitaalisille liiketoimintamalleille. Hyötyjiä ovat ne, joilla on vahvaa omaa osaamista pilviteknologioissa. Merkittäviä häviäjiä ovat perinteisen paikallisen IT-infrastruktuurin toimittajat.
- Perinteinen ohjelmistolisenssien jälleenmyynti siirtyy pilveen ja ohjelmistotalot pyrkivät saamaan haltuunsa suurempaa osaa arvoketjusta SaaS-malleihin siirryttyä. Ohjelmistojen jälleenmyyjien lisenssikomissiot ovatkin kutistuneet viime vuosina. Häviäjiä ovat lisenssien jälleenmyynnistä

riippuvaiset toimijat. Hyötyjiä ovat asiakkaat.

- Asiakkaiden organisaatioiden siiloutuminen tulee olemaan IT-yhtiöiden myynnin haasteena. IT:n ostajana on tietohallinnon ohella yhä useammin markkinointi tai tuotekehitys, mutta digitaalisen liiketoiminnan rakentaminen vaatii näiden alueiden yhteispeliä ja kykyä hallita kokonaisuutta. Voittajia ovat kokonaisuuksia hallitsevat toimijat, jotka osaavat puhutella myös asiakkaan liiketoimintajohtoa ja markkinointia.
- Data ja analytiikka on nousemassa jälleen yhdeksi markkinan kuumimmista trendeistä. Datasta on tulossa yhä useammalla toimialalla strateginen kilpailutekijä ja edellytys tulevaisuuden tekoälyratkaisuille. Haasteena asiakkailta on yhdistää data siiloutuneesta tietohallinnosta läpi koko organisaation myös markkinointiin ja liiketoimintajohtoon. Voittajia ovat IT-yhtiöt, joilla on yhdistettynä analytiikan, koneoppimisen ja liiketoiminnan ymmärrystä.
- Halvimpien offshore-resurssien merkitys kilpailutekijänä heikentyy edelleen, sillä uusia digitaalisia palveluita on vaikea toteuttaa luotettavasti, riittävän nopeasti ja kustannustehokkaasti toisella mantereella sijaitsevilla offshore-resurssilla. Ohjelmistorobotiikka heikentää edulliseen työvoimaan pohjautuvaa kilpailuetua entisestään. Nämä trendit palauttavat IT-osaamisen kustannuskilpailuetua Aasiasta Eurooppaan. Häviäjiä ovat toimijat, joiden kilpailuetu on perustunut puhtaasti offshoreen kustannustehokkuuteen. Hyötyjiä ovat toimijat, jotka pystyvät yhdistämään paikallisen läsnäolon lähellä asiakasta sekä saavuttamaan riittävän kustannustehokkuuden hyödyntämällä nearshore- ja/tai offshore-resurssia oikeassa suhteessa. Lisäksi voittajia ovat ohjelmistorobotiikan osaajat.

IT-palvelumarkkinat 5/5

Yrityskaupat ja konsolidaatio

IT-palvelusektorin konsolidaatio on jatkunut aktiivisena viime vuosina. Sektorilla käytetään yrityskauppoja työkaluna kasvuun osaajapulan rasittaessa kasvua sekä uusien täydentävien palvelualueiden hankkimiseen. Sektorille ominaista on ollut strategisten osaamisalueiden puutteiden paikkaaminen yrityskaupoilla. Vain harva keskiuurista yhtiöistä on kasvanut puhtaasti organisesti (Reaktor, Futurice).

Sektorin konsolidaatio jatkunee aktiivisena, mutta omistaja-arvon luonti yrityskaupoilla on arviomme mukaan käymässä haastavaksi johtuen kohonneista arvostuksista. Listattujen IT-palvelusektorin yhtiöiden keskimääräiset markkina-arvot suhteessa liikevaihtoon (EV/Liikevaihto) ovat esimerkiksi kaksinkertaistuneet 5 vuodessa. Kohonnut hinnoittelu on myös valunut listaamattomien puolelle ja viimeisimmissä kaupoissa liikevaihtopohjaiset arvostuskertoimet ovat olleet selkeästi 1x tason yläpuolella (sivu 37). Tulos pohjaisissa arvostuksissa nousu ei ole ollut yhtä nopeaa, koska sektorin pienten toimijoiden kannattavuudet ovat olleet usein erittäin hyviä.

Lähelle listayhtiöiden tasoa kohonneet arvostukset heikentävät ostajien edellytyksiä tehdä omistaja-arvoa luovia yrityskauppoja. Siten viisi vuotta sitten erittäin tehokas resepti, jossa listaamattomia ostettiin omaa osaketta käyttäen alemmilla kertoimilla ei enää toimi vastaavasti. Nykyinen hinnoittelutaso ei välttämättä huomioi myöskään korkeita riskejä, joita ovat usein raskaat integraatiot ja kulttuurien yhteensovittaminen, mikä on paikoin johtanut mittaviin osaajamenetyksiin. Useiden sektorin yritysten kanssa käymiemme keskustelujen perusteella ostokohteiden hintaodotukset rajoittavat yrityskauppojen syntyä. Arviomme mukaan viisaat toimijat tarkastelevat nyt kurinalaisesti yrityskauppakohteita ja ovat tarvittaessa valmiita tinkimään kasvutavoitteistaan.

Myös ulkomaiset toimijat tähyävät ostettavaa

Suomesta, mikä lisää sektorin konsolidaatiopainetta. Ulkomaisten sijoittajien näkökulmasta Suomesta kiinnostavan tekee poikkeuksellinen keskiuurten digipalveluiden kehittäjien markkina ja näiden toimijoiden osaaminen.

Kotimaisten IT-yhtiöiden kansainvälistyminen ja laajentuminen tuoteliiketoimintaan

Suomalaiset IT-palvelusektorin yhtiöt hakevat tällä hetkellä pääasiassa kasvua laajentamalla palvelutarjoamaansa kotimaassa (yleisin), laajentamalla kansainvälisesti tai skaalautuvilla tuotelähdöillä.

Lukuisat keskiuuret suomalaiset IT-palveluyhtiöt (kuten Futurice, Nixu, Gofore, Siili, Reaktor ja Vincit) ovat laajentaneet toimintaansa Euroopan ja Yhdysvaltojen markkinoille, sillä suomalainen osaaminen on tietyillä osaamisalueilla kansainvälisesti hyvin kilpailukykyistä. Uusilta kansainvälisiltä markkinoilta haetaan kotimarkkinaa vauhdikkaampaa kasvua sekä kansainvälisiin teknologian trendeihin. Kansainvälisten markkinoiden palveleminen edullisemmilla suomalaisilla resursseilla on myös kiinnostava mahdollisuus. Suomalaisen toimijoiden menestys kansainvälistymisessä on ollut vaihtelevaa ja yleisesti sektorin keskiuurten yhtiöiden kansainvälinen liiketoiminta on vielä pientä eikä tarjoa merkittävää kasvuajuria. Yhtiöt tarvitsevat selkeän terävän osaamiskulman menestyäkseen kansainvälisillä markkinoilla, mikä usein poikkeaa niiden kotimarkkinan tarjoomasta ja strategiasta.

Toinen laajentumissuunta on ollut tuoteliiketoiminta (esimerkiksi Solteq ja Vincit). Tuoteliiketoimintaan laajentumisessa haasteena yhtiöillä on strategisen fokuksen säilyttäminen tasapainoiltaessa kahden erilaisen liiketoimintamallin välillä.

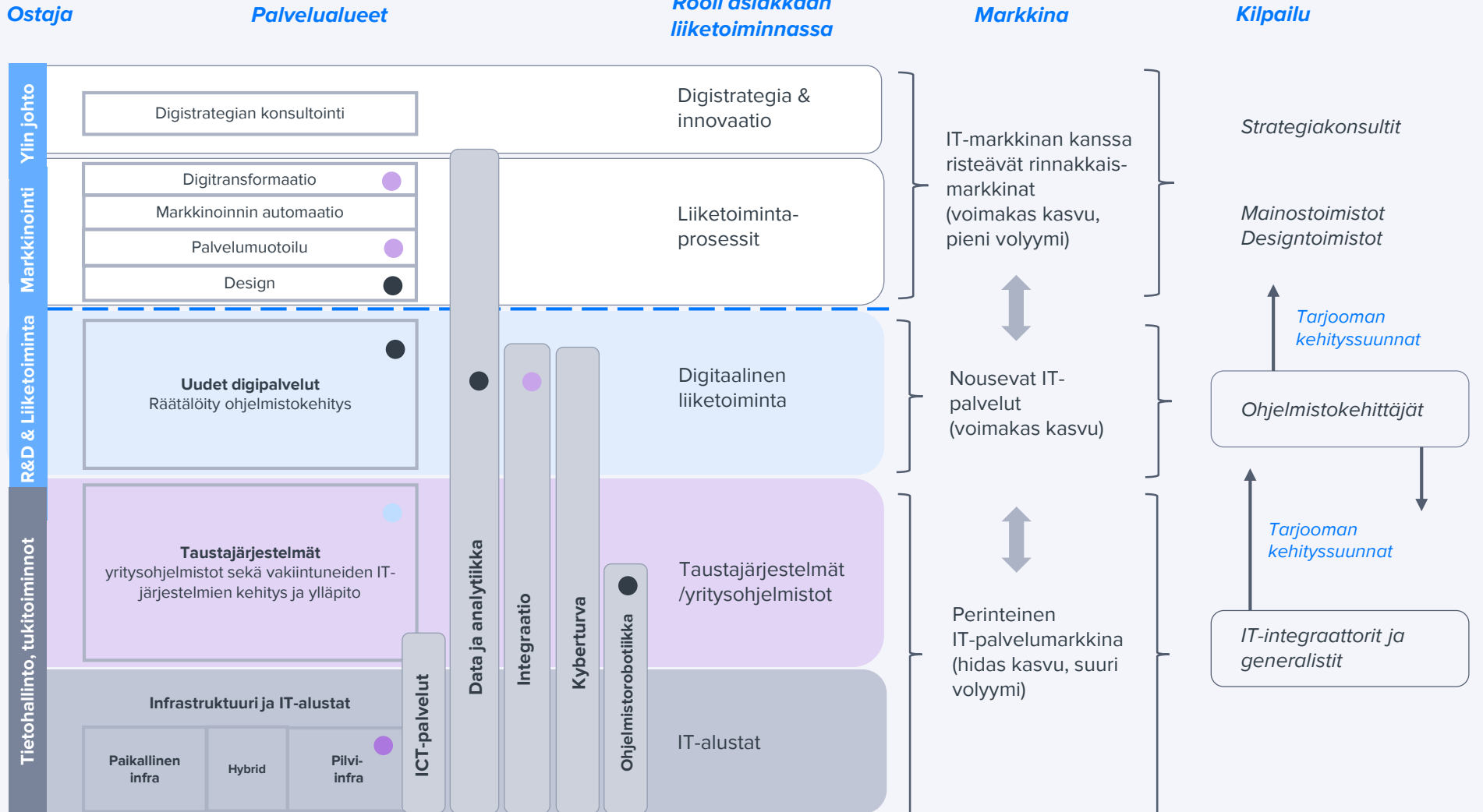
Markkinan tulevat voittajat näkemyksemme mukaan

IT-markkinan selkeimpiä voittajia viimeisen 5 vuoden aikana ovat olleet uusien digipalveluiden kehitykseen

erikoistuneet yhtiöt, jotka ovat menestyneet etenkin osaajakilpailussa. Nyt digipalveluiden markkina on saavuttanut selkeästi kypsemmän vaiheen ja osaajakilpailusta on tullut markkinan uusi normaali. Siten näkemyksemme mukaan sektorin menestystekijät muuttuvat ja voittajia seuraavan 5 vuoden aikana ovat:

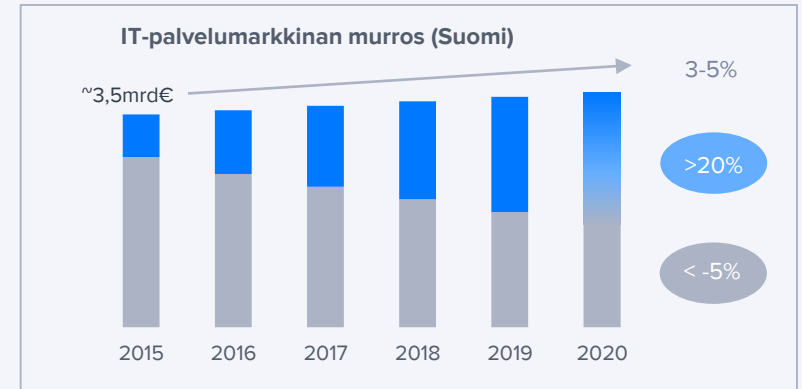
- Vahvojen asiakkuuksien omistajat, joilla on strategisen kumppanin rooli asiakkaisissa sekä kyky skaalata toimintaa vahvan alihankkijaverkoston kautta. Alihankkijan roolissa olevat pienet toimijat, jotka ovat pääasiassa keskittyneet asiakkaitaan enemmän osaajakilpailuun, ovat heikoilla makromarkkinan heikentyessä.
- Yritykset, joilla on vahvaa intergraatio- ja taustajärjestelmäosaamista sekä kyvykkyys ylläpitoon ja jatkuviin palveluihin. Ylläpidossa vahvat toimijat ovat vahvoilla myös markkinan heikentyessä. Tämä on monen keskiuuren digipalveluiden kehittäjän heikkous.
- Yritykset, jotka onnistuvat rakentamaan dynaamisen organisaatiomallin, joka pystyy reagoimaan ketterästi nopeasti kehittyvään markkinaan. Monet sektorin yhtiöt kärsivät tehottomista ja huonosti joustavista hierarkisista ja siiloutuneista organisaatiorakenteista, joiden uudistaminen on vaikeaa.
- Yritykset, jotka ratkaisevat osaajien saatavuusongelman. Samasta kotimaisesta IT-osaajajoukosta kilpailu ei ratkaise kasvuhaastetta. Arviomme mukaan voittajia ovat ne, jotka pystyvät kouluttamaan asiakastoimialojensa osaajista myös IT-osaajia.
- Yritykset, jotka säilyttävät selkeän strategisen fokuksen. Useat sektorin yhtiöt kärsivät kasvukivuista, kun niiden pakka on levinnyt nopean laajentumisen seurauksena.

IT-palvelumarkkinan jakautuminen



Markkinat ja arvoketju

IT-yhtiöiden asemoituminen pääasiallisen kohderyhmän ja palvelualueiden mukaan Suomen markkinalla



Paikallinen kilpailu

Pohjoismainen kilpailu

Globaali kilpailu

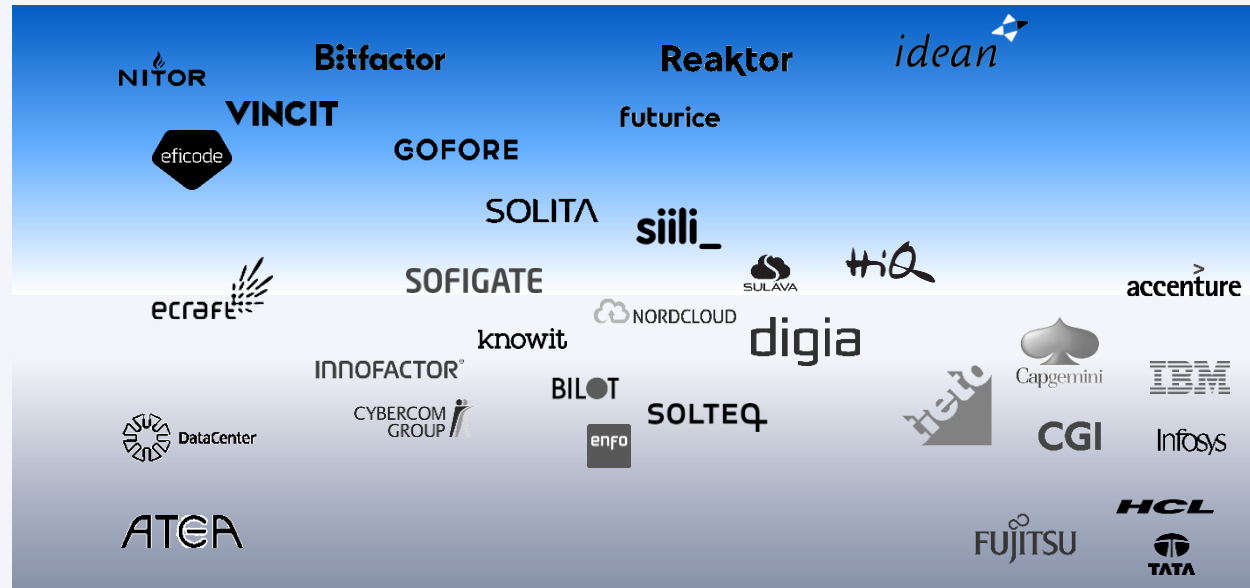
Keskisuuret organisaatiot

Suuret organisaatiot

Globaalit suuryritykset

■ Uudet digitaaliset palvelut

■ Ylläpito & perinteinen IT-järjestelmäkehitys



Vahva kasvu, lyhyt tilauskanta

Hitaampi kasvu, vahva asiakaspito

Kilpailu 1/2

Kilpailu ja vertailuryhmä

Kilpailijoina IT-generalistit ja erikoistuneet toimijat

Suomen noin 3,5 miljardin euron IT-palvelumarkkina jakautuu suurten kansainvälisten generalistien (mm. Tieto, CGI, Fujitsu, Accenture, IBM, CapGemini), noin 20 Siilin kaltaisen keskisuuren 20-100 MEUR liikevaihtoluokassa olevan toimijan sekä lukuisten pienten toimijoiden kesken. Generalistit edustavat arviomme mukaan markkinasta yli 2 miljardin osuutta, keskisuuret toimijat yli miljardin osuutta ja pienet pääosin alle 100 henkilön yritykset loppuhäntää markkinasta. Suomen markkinalle kansainvälisesti vertailtaessa ominaista on vahva keskisuurten toimijoiden markkina.

Siilin kilpailijoita ovat suuret, usein kansainväliset IT-generalistit sekä pienemmät ohjelmistokehitysalat. Generalisteista esimerkkeinä voidaan mainita Tieto, CGI, Cap Gemini ja Accenture. Pienemmistä ohjelmistokehitysalloista kilpailijoina voidaan mainita Reaktor, Idean (CapGemini), Gofore, Futurice ja Solita. Selkeitä yksittäisiä pääkilpailijoita on kuitenkin vaikea osoittaa kentän pirstaleisuuden vuoksi. Siili asemoituu näiden toimijoiden väliin toimintamallilla, joka pyrkii yhdistämään pienen toimijan ketteryyden, luovan osaamisen, vahvan teknologiaosaamisen sekä riittävän toimituskyvykkyyden ja palvelutarjoaman vastata suurten asiakasorganisaatioiden tarpeisiin. Yhtiö pyrkii kasvamaan asiakasorganisaatioissaan kriittisen kumppanin rooliin usein syömällä osuutta IT- ja digitalisaatio-investoinneista asiakkaan vakiintuneelta IT-toimittajilta.

Suurten toimijoiden erottautumistekijät

Suurten IT-generalistien vahvuutena kilpailussa on mittavat resurssit, joita tukee usein offshore-tuotanto ja sen kustannustehokkuus. Lisäksi niillä on usein pieniä

toimijoita syvempää asiakas- ja toimialaymmärrystä. Ne ovat usein keskeisimmissä asiakkuuksissaan vahvasti etabloituneita ja keskittyneet palvelemaan vain suurimpia asiakasorganisaatioita. IT-generalistit ovat tyypillisesti kehittäneet asiakkaidensa IT-järjestelmiä yli vuosikymmenen ajan ja asiakkaiden IT-budjeteista merkittävä osa kuuluu näiden olemassa olevien vanhojen järjestelmien ylläpitämiseen ja kehittämiseen. Tämä turvaa suurten palvelutalojen asemaa kilpailussa. Lisäksi asiakkaan IT-järjestelmiä on tyypillisesti kehitetty siten, että IT-toimittajan vaihtaminen on tehty asiakkaalle vaikeaksi (vendor-lock). IT-generalistien asema suurissa organisaatioissa murtuu siten hitaasti. Lisäksi järjestelmätoimitukset ovat usein haastavia ja korkean riskin hankkeita, mikä lisää alalle tulon kynnystä IT-markkinan keskisuurille haastajille.

Siilin kokoluokassa yhtiöt tarvitsevat usein jonkin terävän osaamiskärjen ollakseen kilpailukykyisiä suuria generalisteja vastaan. Lisäksi ne murtautuvat usein suuriin asiakkuuksiin muun ostajan kuin tietohallinnon kautta myyden digitalisaatoratkaisuja esimerkiksi suoraan liiketoiminnalle, jolloin ne eivät välttämättä kohtaa kilpailussa asiakkaan vakiintunutta järjestelmätoimittajaa. Yhtiöt pelaavat siis usein hieman eri palvelualueilla, mutta viime vuosina sektorin suuret toimijat ovat aktivoituneet merkittävästi lisäämään kyvykkyyksiään digipalveluiden kehityksen alueella, mikä lähentää niitä kilpailussa.

Siilin kaltaiset keskisuuret toimijat erottuvat tyypillisesti kilpailussa suuremmista toimijoista ketteryydellä, paremmalla palvelulla tai osaamisella jossain erikoistumisalueessa. Siili pyrkii palvelemaan erityisesti suuria asiakasorganisaatioita. Pieni koko voi olla tällöin haitta, kun asiakas suosii suurempaa toimijaa sen toimituskyvykkyyden ja luotettavuuden takia. Pieni koko voi olla etu, kun asiakas tarvitsee hankkeeseen

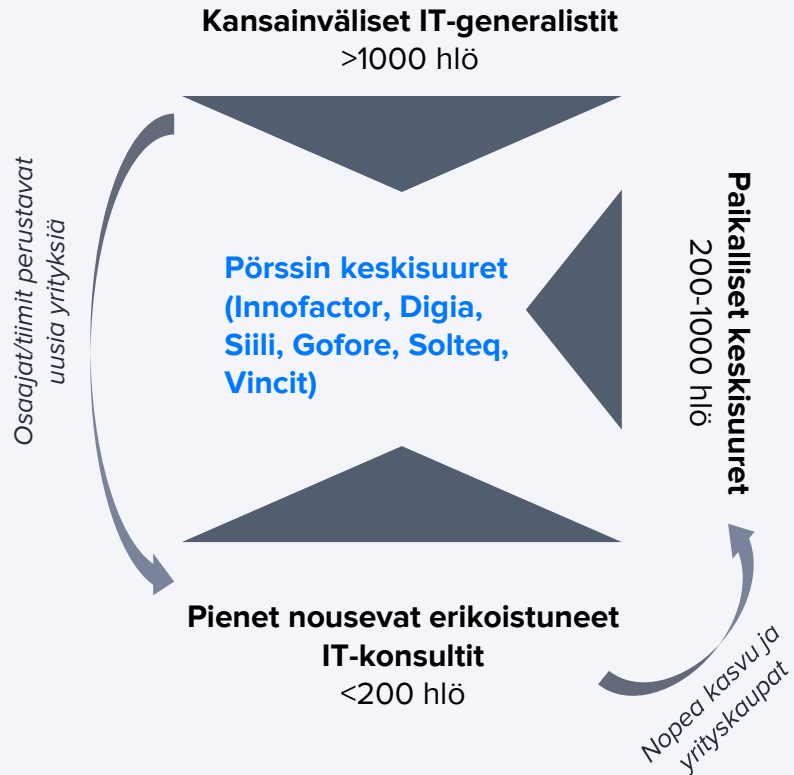
luovuutta, nopeutta ja ketteryyttä. Asiakaskoon kasvaessa kilpailusta tulee kansainvälisempää, asiakkaat ovat vaativampia ostajia, toteutettavien hankkeiden projektiriskit kasvavat ja kilpailussa on vastassa suurempia toimijoita.

Pienten toimijoiden erottautumistekijät

Pienet IT-sektorin toimijat saattavat usein palvella loppuasiakkaita alihankintaketjun kautta tai ne pääsevät suoraan asiakkaisiin jollain terävällä osaamiskulmalla. Pienet asiakasorganisaatiot, jotka eivät ole kiinnostavia suurten generalistien näkökulmasta, ovat luontaista vahvuusaluetta sektorin pienille toimijoille.

Monet IT-palvelumarkkinan uudet toimijat ovat syntyneet vakiintuneista IT-taloista yrittäjäksi lähteneiden osaajien perustamina. Erityisesti ohjelmistokehityspalveluissa markkinalle tulon kynnys on matala. Pienimpien toimijoiden heikkoutena usein on se, että ne jäävät arvoketjussa heikompaan asemaan palvelun loppuasiakkaita alihankintaketjun kautta asiakkaiden keskittäessä ostojaan. Lisäksi ne eivät pysty tarjoamaan vastaavaa urapolkua osaajille kuin suuret toimijat. Osaajakilpailussa ne kuitenkin vastaavasti erottuvat usein kulttuurillaan edukseen.

Siilin kilpailupaine



Siilin puolesta

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

Siiliä vastaan

- Kapeampi tarjooma vs. generalistit, joilla mittavat offshore-resurssit, laaja tarjooma ja kyvykkyys toimittaa korkean riskin suuria hankkeita
- Useita pieniä ketteriä toimijoita haastajina, monilla palvelualueilla matala alalle tulon kynnys
- Ei merkittävää ylläpitoliiketoimintaa tai jatkuvuutta
- Osaajamarkkina rasittaa kasvua

Kilpailu 2/2

Vertailuryhmän kasvu ja kannattavuus

Tarkastelemme sivun 22 kuviossa listattujen sekä listaamattomien suomalaisten ja muiden Pohjoismaisten IT-palveluyhtiöiden kasvua ja kannattavuutta.

Vertailuryhmän kasvu vuositason 2014-2018 on ollut keskimäärin 19 %, mitä selittää markkinan kasvu, monien pienten toimijoiden nopea kasvu sekä useiden toimijoiden yrityskaupat. Voimakkaimmin kasvaneet yhtiöt ovat pääasiassa laajentuneet yritysostoin (erityisesti Solteq ja Innofactor), mutta joukossa on myös vahvoja orgaanista kasvua (Vincit, Solita, Futurice, Gofore, Reaktor ja Siili).

Voimakkainta orgaanista kasvua ovat tehneet Vincit sekä Solita. Hitaimmin ovat kasvaneet suuremmat toimijat, jotka ovat kärsineet markkinan murroksesta (kuten Tieto, CGI, Know-IT).

Kasvua tarkasteltaessa on havaittavissa, että Suomen IT-markkinalla pienet erikoistuneet toimijat ovat yltäneet selvästi nopeimpaan kasvuun. Tämä heijastaa perinteisen järjestelmäkehityksen kysynnän hiipumista ja IT-kysynnän painottumista uusille alueille, joihin pienemmät ja ketterämmät toimijat ovat pystyneet tehokkaammin vastaamaan.

Kannattavuuden osalta vertailujoukon keskiarvo on 11,5 % käyttökatteella (EBITDA-%) mitattuna vuositason 2014-2018. Siilin kannattavuus on sektorin tasoa. Yhtiöt ovat keskimäärin kannattavuudeltaan terveellä tasolla. IT-palveluiden toimialalla yli 10:n % EBITDA-tasoa voidaan pitää hyvänä kannattavuustasona. Yksinumeroisiin kannattavuustasoihin yhtiöiden ei pitäisi olla tyytyväisiä. Suuret generalistit Tieto ja CGI ovat tehneet hyvää kannattavuutta hitaasta kasvusta huolimatta, mikä perustuu niiden vahvaan markkina-asemaan ja ohjelmistoliiketoimintaan.

Markkinan keskisuurissa ohjelmistokehitysyhtiöissä

(kuten Gofore, Reaktor, Futurice ja Vincit) hämmästyttävää on se, että ne ovat päässeet samanaikaisesti sekä vahvaan kasvuun että kannattavuuteen. Arviomme mukaan vahva kannattavuus perustuu osin näiden yhtiöiden kevyisiin organisaatorakenteisiin ja toisaalta vahva kasvu kilpailuetuihin osaajakilpailussa. Kannattavuutta on ajanut myös näiden toimijoiden liiketoimintamallin painottuminen asiantuntijatyön tunti-laskutukseen, jolloin projektit riskit eivät ole päässeet pilaamaan kannattavuutta. Kun markkinalla ei ole hintapaineita ja osaajaresurssit saadaan myytyä täyteen kapasiteettiin, on yli 20 %:n EBITDA-marginaali realistinen. Tämä on kuitenkin jäämässä osin digipalveluiden suotuisasta markkinatilanteesta johtuvaksi ilmiöksi, ja viime vuoden aikana näidenkin yhtiöiden kannattavuuksissa nähtiin selkeitä paineita markkinan kypsyessä.

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

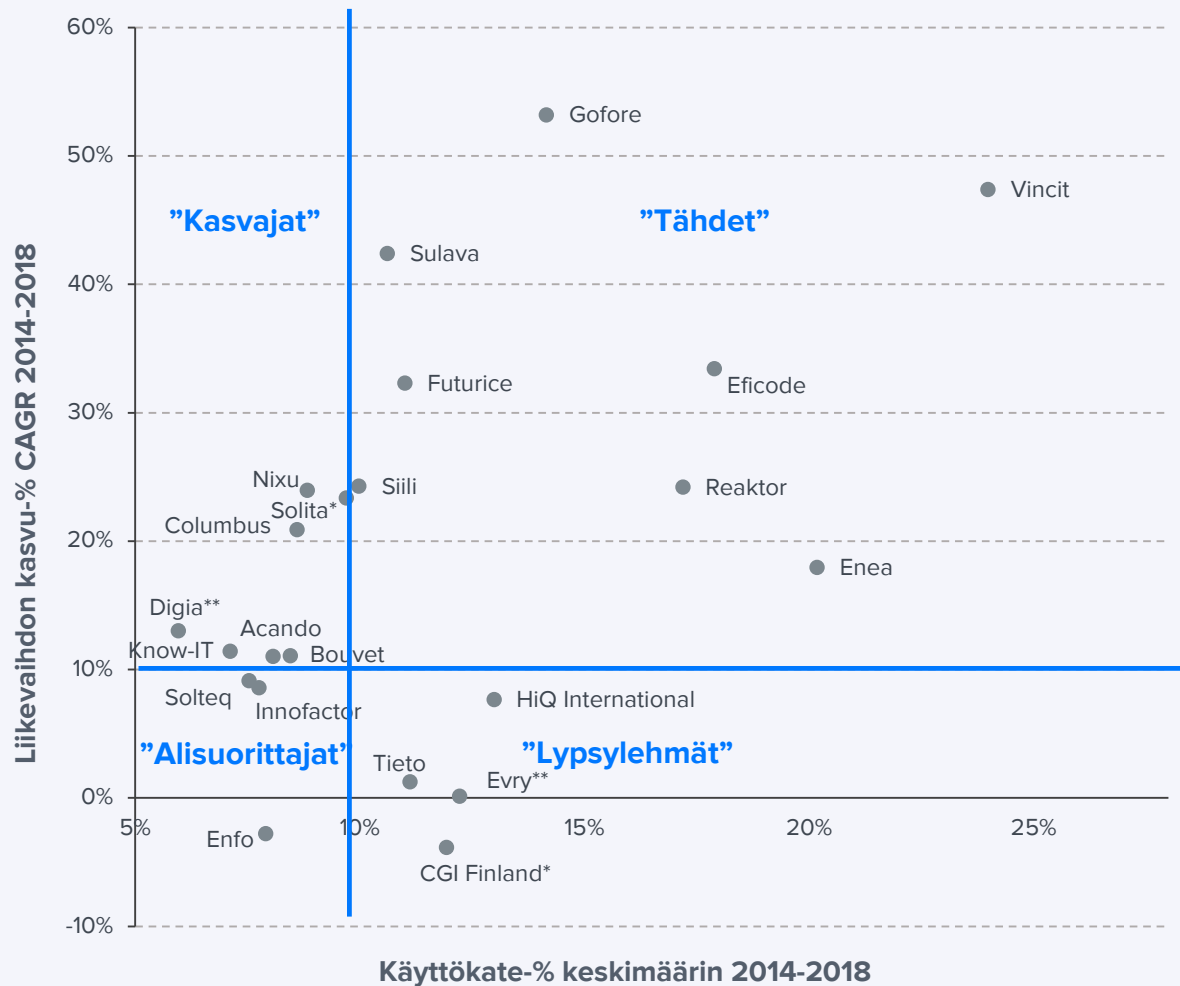
IT-konsulttisektorin uhkakuvat

Nykyiseen IT-markkinan suotuisan syklin uhkakuvat liittyvät siihen, että IT-konsultit tavoittelevat tällä hetkellä aggressiivista kasvua. Samaan aikaan omistaja-arvon luonti sektorilla käy jatkuvasti vaikeammaksi oheisista kolmesta syystä johtuen. Mielestämme toimialalle olisi syklin nykyisessä vaiheessa tervettä, jos yritysten strategioiden painopiste alkaisi siirtyä aggressiivisen kasvun tavoittelusta vähitellen myös kannattavuuksien parannukseen. Vaikka suhtaudumme sektoriin sijoituskohteena kokonaisuutena yhä positiivisesti, on seuraavat markkinan ylikuumentumiseen liittyvät riskit

syitä tunnistaa. Kolme keskeistä sektorin lyhyen aikavälin riskiä ovat näkemyksemme mukaan seuraavat:

1. Osaajakilpailu kääntyy sektorin sisäiseksi nollasummapeliksi. IT-konsulttiyhtiöt eivät pysty kasvamaan ilman rekrytointeja. Monien sektorin toimijoiden kasvua ruokkinut markkinan hyvä osaajatarjonta on normalisoitunut viime vuosina. Uusia osaajia valmistuu kouluista rajallinen määrä, mikä taas ei riitä tyydyttämään kaikkien yhtiöiden aggressiivisia kasvutavoitteita. Riskinä on, että IT-konsulttien välinen osaajakilpailu Suomessa kiristyy ja kääntyy sektorin sisäiseksi nollasummapeliksi.
2. Markkinaosuuskilpailu johtaa epäterveeseen hintatasoon. Käytännössä kaikki IT-konsulttisektorin listatut yhtiöt ovat luvanneet omistajilleen tavoittelevansa markkinaa nopeampaa kasvua. Riskinä on, että kasvua tavoitellaan tällä hetkellä liian hintavetoisesti, jolloin sektorin kannattavuusmarginaalit eivät pääse suotuisan syklin kyytiin. IT-konsulttisektorin pitäisi oppia hinnoittelemaan osaamistaan paremmin vielä tämän syklin aikana.
3. Sektorin arvostustasot kuplaantuvat suotuisassa syklissä. IT-palvelusektorin yhtiöiden keskimääräiset markkina-arvot suhteessa liikevaihtoon (EV/Liikevaihto) ovat esimerkiksi kaksinkertaistuneet 5 vuodessa. Arvostusten ylikuumentuminen voi johtaa entistä kovempaan krapulaan syklin taittuessa. Sektorin yhtiöiden aggressiiviset kasvutavoitteet yhdistettynä kireään osaajakilpailuun pakottavat yrityksiä hakemaan kasvua nyt yrityskaupoin, mikä nostaa ostokohteiden arvostustasoja ja heikentää ostajien edellytyksiä tehdä omistaja-arvoa luovia yrityskauppoja.

Kilpailukentän kehitys



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

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

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

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

Strategia 1/2

Uusi strategia etenemässä toimeenpanoon

Siilin muutosprosessi seuraavaa kasvuvaihetta varten käynnistyi vuoden 2018 aikana, kun johtoryhmä ja organisaatio uudistuivat merkittävästi.

Viimeisen vuoden aikana yhtiön fokus on ollut pitkälti liiketoiminnan perusrakenteiden kuntoon laittamisessa, minkä ohella yhtiö on laatinut uutta strategiaa. Strategiatyöpohjalta yhtiö on käynnistänyt neljä strategista kehittämishanketta: 1) uusien ratkaisuliiketoimintojen kehittäminen, 2) autoliiketoiminnan kasvattaminen, 3) ketterän, kasvua tukevan organisaatiomallin luominen sekä 4) yhdenmukaisen asiakkuudenhoitomallin luominen. Vuoden 2019 aikana yhtiö siirtyi voimakkaammin strategian toimeenpanoon. Tuloksen näkökulmasta murrosvaihe kulkee arviomme mukaan siten, että ensimmäisen vuoden (2018) tulos laski toimenpiteistä johtuen, toisena vuotena (2019) lähdetään elpymään ja kolmannelta vuodelta alkaen yhtiön pitäisi olla terveen kannattavan kasvun polulla.

Ratkaisuliiketoimintojen kehittäminen

Siilin geeniperimästä johtuvana kulttuurillisena ja toiminnallisena haasteena on arviomme mukaan myynnin painottuminen osajaresurssien toimittamiseen ratkaisujen myynnin sijaan. Monien verrokkien tavoin yhtiö pyrkii saavuttamaan liiketoimintakriittisemmän kumppanin asemaa asiakkuuksissaan, mikä edellyttää kykyä toimittaa laajempia ja kokonaisvaltaisempia ratkaisuja sen sijaan, että asiakkaalle myydään vain bussilastillinen koodareita. Osana tätä yhtiö tavoittelee palvelukonseptien tehokkaampaa ja

nopeampaa kaupallistamista. Siilin osaamisportfolio on varsin laaja, joten sen ei pitäisi toimia esteenä siirtymälle laajempiin kokonaisratkaisuihin. Yhtiö on hiljattain lähtenyt panostamaan myös voimakkaammin ylläpitoliiketoiminnan alueelle.

Siirtymä vahvemmin ratkaisumyynnin alueelle tuo liiketoimintaan jatkuvuutta sekä parempaa kannattavuutta. Ratkaisuliiketoiminnan kehittämisen rinnalla Siili kuitenkin kehittää myös resurssivuokraukseen pohjautuvaa Siili_One -konseptiaan, joka tukee luontaisesti myös ratkaisuliiketoimintaa. Eri konseptien ansiosta yhtiö pystyy tarjoamaan myös vaihtoehtoisia urapolkuja osaajille.

Itseohjautuva organisaatiomalli

IT-ala on ollut jo pitkään edelläkävijöitä siirtymässä itseohjautuviin organisaatiomalleihin ja hyvin pitkälle vietyjen itseohjautuvien mallien toimivuudesta on sektorilla hyvää näyttöä (esimerkiksi Reaktor). Siili käynnisti viime vuonna siirtymän kohti itseohjautuvaa mallia purkamalla aiemman keskitetysti johdetun matriisiorganisaation rakenteen. Onnistuessaan mallin suurimpia hyötyjä ovat ketteryys, tehokkuus, kyky reagoida ja sopeutua alan muutoksiin, houkuttelevuus osaajille sekä organisaation skaalautuvuus kasvussa. Erityisesti toimialan nopean muutoksen takia ketterien organisaatorakenteiden merkitys kilpailutekijänä tulee arviomme mukaan korostumaan.

Siili pyrkii luomaan itsenäisen, alle 200 hengen yksiköiden verkoston, jossa vähitellen luovutaan hierarkiasta, vähennetään hallinnollisia rooleja

sekä osallistetaan työntekijöitä tiiviimmin asiakkuuksien kehittämiseen antamalla heille ja asiakkasteille enemmän valtaa ja vastuuta. Emoyhtiön päätehtävinä on myynti ja markkinointi, tukipalvelut sekä uusien liiketoimintojen kehitys.

Siirtymä itseohjautuvuuteen vaatii organisaatiolta merkittävästi oppimista ja uuteen totuttelua, minkä takia siirtymäprosessi aitoon itseohjautuvuuteen kestää enemmän vuosia kuin kuukausia. Siirtymävaihe aiheuttaa väistämättä myös kannattavuuteen heijastuvaa tehottomuutta käyttöasteiden heikentyessä, kun organisaatio hakee muotoaan. Käsityksemme mukaan Siilissä siirtymässä selkeä käännekohta tapahtui viime vuoden lopulla ja uuden toimintamallin ensimmäisiä hyötyjä on alettu nyt nähdä. Pinnan alla erityisesti yhtiön henkilöstötyytyväisyyden mittarit kehittivät parempaan suuntaan.

Yhdenmukainen asiakkuudenhoitomalli

Siilin autonomisiin yksiköihin perustuvan organisaation selkeimpänä haasteena on siiloutumisen riski, eli autonomisiin yksiköihin perustuvan organisaatiomallin yhdistäminen kykyyn toimittaa kokonaisratkaisuja. Vaikka yhtiö toimisi sisältä käsin hyvin autonomisina yksiköinä, sen on näyttydyttävä asiakkaille yhtenäisenä selkänä kokonaisuutena. Yhtiön on kehitettävä yhtenäinen asiakasviesti myyntiin, joka on yksi emoyhtiön tehtävistä. Lisäksi asiakkuudenhoidon on toimittava sulavasti suunnittelusta toteutukseen ja jatkokehitykseen sekä ylläpitoon. Tässä ulottuvuudessa yhtiön onnistumista on vielä vaikea arvioida ja kaikki on kiinni siitä, kuinka hyvin uusi organisaatiomalli saadaan toimimaan.

Strategia 2/2

Kansainvälistyminen (autoliiketoiminta)

Siilin pääasiassa autoteollisuuden asiakkaita sisällään pitävä kansainvälinen liiketoiminta vastaa 13 % yhtiön liikevaihdosta ja toimii hyvin autonomisena yksikkönä. Yksikkö kasvaa nopeasti ja tulorahoitteisesti, mutta se on kannattavuudeltaan kotimaata heikompi. Siili_Auto rakentaa modernien autojen digitaalisia käyttöliittymiä useita teknologioita hyödyntäen. Autoteollisuuden digitalisoituminen on merkittävä kasvumahdollisuus, johon Siili pyrkii iskemään yhdistämällä luovuuden ja teknologiaosaamisen.

Autoteollisuuden perinteisesti sulkeutuneen arvoketjun haasteita Siilin kaltaiselle uudelle toimijalle ovat vaativat, vahvan neuvotteluvoiman ostajat ja niiden haastavat, korkean riskin tuotekehityshankkeet. Vahvaa kysyntää ja kasvua sektorilla on varmasti, mutta kohdemarkkina on erittäin vaativa.

Kansainvälisen liiketoiminnan kasvutavoite on hieman erikoisesti kasvaa kaksi kertaa kotimaata nopeammin. Tämä tarkoittanee käytännössä yli 20 %:n kasvua. Arviomme mukaan autoliiketoiminta on Siilin osa, joka on yhtiöstä helposti irrotettavissa ja exit on pitkällä aikavälillä yhtiölle relevantti mahdollisuus.

Taloudelliset tavoitteet

Siilin pitkän aikavälin tavoitteina on saavuttaa yli 10 %:n orgaaninen kasvu sekä yli 10 %:n käyttökate-%. Pidämme molempia tavoitteita realistisina yhtiön liiketoimintamallin ja markkinoiden näkökulmasta. Etenkin IFRS16-siirtymän myötä alle

10 %:n käyttökate pitkällä aikavälillä olisi heikko suoritus, sillä useat läheiset verrokkit yltyvät 15 %:n tasolle. Osinkopolitiikkana yhtiöllä on jakaa 30-70 % tuloksesta osinkoina.

Yrityskaupat

Siilillä on vahva kokemus yrityskauppavetoisesta kasvusta ja yhtiön nykyrakenne on pääsoin muodostunut 11 historian aikana tehdystä yrityskaupasta. Yrityskaupoilla on pääasiassa hankittu täydentäviä uusia osaamisalueita, joiden kautta ovat muotoutuneet yhtiön nykyiset palvelualueet.

Yrityssostostrategiaa muutettiin viime vuonna, kun viimeisin VALA Group -ostos jätettiin toimimaan itsenäisenä yhtiönä (Siilin omistus 60 %) ja suoran integroimisen sijaan yhtiö pyrkii lähivuosina luomaan edellytykset yhtiöiden integroitumiselle. Muutos on osa yhtiön autonomisiin yksiköihin perustuvaa organisaatiomallia. Käsityksemme mukaan VALA Groupin kohdalla malli on toiminut erittäin hyvin ja autonomiasta huolimatta synergiaetuja on syntynyt. Esimerkiksi osana Siiliä VALA pääsee kiinni suurempiin asiakkuuksiin, joihin se olisi aiemmin päässyt vain alihankintaketjun kautta.

Siili kartoittaa jatkuvasti lähinnä osaamisalueita täydentäviä taktisia yrityskauppoja. Nykyinen tase antaa hyvin liikkumavaraa vielä yli 10 MEUR liikevaihtoluokassa olevan kohteen oston. Käsityksemme mukaan tällä hetkellä yhtiön kiinnostusta yrityskauppoihin rajoittaa korkealle kohonneet arvostustasot.

Siilin strategia ja tavoitteet

Lyhyen aikavälin tavoitteet	2018 Liikevaihto 70,4 MEUR Käyttökate 4,1 MEUR	2019 Liikevaihto 75-85 MEUR Käyttökate 6,5-8,5 MEUR	
Keskipitkän aikavälin tavoitteet	<ul style="list-style-type: none"> • Orgaaninen kasvu yli 10%, minkä lisäksi strategisia, osaamista laajentavia yritysostoja • Käyttökate-% yli 10 % • Ulkomaan liiketoiminnan kasvu 2x kotimaan liiketoiminnan kasvu 		
Pääomarakenne	<ul style="list-style-type: none"> • Nettovelka / käyttökate <2 • Tavoitteesta voidaan poiketa tilapäisesti painavista syistä johtuen 		
Osinkopolitiikka	<ul style="list-style-type: none"> • 30-70 % nettotuloksesta 		
Toiminnalliset tavoitteet	2018 Päivitetty strategia, uusi organisaatorakenne sekä uudet tukijärjestelmät	2019 Uusien rakenteiden ja järjestelmien vienti käytäntöön päivittäiseen liiketoimintaan	2020 → Uusien itsenäisten liiketoiminta-alueiden syntyminen, kasvu suurempaan kokoluokkaan (midcap)

Strategian asemoituminen

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

Historiallinen kehitys

Suoritus oli lähes virheetöntä 2012-2017

Siilin liikevaihto kasvoi erittäin tasaisesti 16 MEUR:sta 58 MEUR:oon vuosina 2012-2017. Keskimääräinen vuotuinen kasvu oli näin 29 %, mikä on perustunut arviomme mukaan vahvaan kaksinumeroiseen orgaaniseen kasvuun sekä yrityskauppoihin. Kannattavuus (EBITDA-%) oli samaan aikaan jokaisena vuotena 9-10 % tasolla ollen poikkeuksellisen vakaa. Taso on ollut sektoriin nähden hyvä, mutta ei erinomainen. Kannattavuuden haasteena oli se, että Siiliä itseään kannattavampien yritysostokohteiden ostaminen ei koskaan heijastunut Siilin omiin marginaaleihin. Tämä johtui arviomme mukaan ajoittain haastavista integraatioista. Siilin sen lähimpiä verrokkeja heikompaa historiallista kannattavuutta selittää arviomme mukaan heikommat asiantuntijoiden käyttöasteet, sillä Siili on kustannusrakenteeltaan muuten hyvin tehokas yhtiö sektorillaan.

Siilin yrityskauppavetoinen kasvu on ollut vahvasti arvoa luovaa. Yhtiön osakekohtainen tulos kasvoi keskimäärin 25 % vuodessa vuosina 2012-2018 nousten 0,21 eurosta 0,64 euroon. Tämä perustui siihen, että yritysostokohteita hankittiin maltillisilla arvostustasoilla ja omaa osakesarjaa ei vastaavasti merkittävästi dilutoitu kauppojen rahoituksessa. Yhtiön yrityskaupat ajoittuvat lisäksi pääosin aikakauteen, jolloin IT-markkinalla pienten ostokohteiden arvostukset olivat hyvin maltillisia. Yhtiö oli siis markkinalla oikeaan aikaan liikkeellä ostohousut jalassa, vaikka tämä ei tarkoita, etteikö hyviä kohteita voisi enää löytää.

Vuosi 2018 oli selkeä pettymys

Vuosi 2018 oli Siilille tuloksellisesti haastava. Liikevaihto kasvoi vahvat 21 % (orgaaninen kasvu noin 14 %) ja oli 70,4 MEUR heijastellen vahvalla tasolla pysyvää asiakaskysyntää. EBITDA-% kuitenkin putosi 5,8 %:iin (2017: 10,2 %) ja yhtiö joutui vuoden aikana antamaan tulosvaroituksen.

Tuloksen heikentyminen oli usean summa, kuten autoliiketoiminnan hankkeet, organisaatiomuutoksen aiheuttamat tehokkuusvaikutukset sekä organisaatiossa tehdyt järjestelyt (erp-vaihto, yrityskauppa). Osaajakilpailun myötä kohonnut palkkainflaatio rasitti arviomme mukaan myös katteita, sillä vanhimpiin puitesopimuksiin ei ole voitu viedä hinnankorotuksia. Käsitksemme mukaan uusissa sopimuksissa kustannuksia on saatu vietyä hintoihin, joten sopimusten uusiutuessa ongelma helpottuu. Pääosin tuloksellisesti heikon vuoden syiden pitäisi siis olla tilapäisiä, mutta tähän oletukseen ei voida täysin tukeutua, ennen kuin näemme merkkejä kannattavuuden käänteestä. Ratkaisevaa kannattavuuden kannalta on tehokkaan organisaatiomallin löytäminen ja sitä kautta korkeammat käyttöasteet.

Vuodessa 2018 positiivista oli yhtiön alkuvuoden vahva onnistuminen rekrytoinneissa sekä henkilöstön vaihtuvuuden tasaantuminen. Myös elokuussa tehty VALA Group -yrityskauppa vaikuttaa alustavasti onnistuneelta. Siili osti yhtiöstä 60 %:n omistuksen ja sillä on mahdollisuus ostaa loput 40 % aikaisintaan vuoden 2021 alussa. Kauppaan liittyvistä transaktiokuluista johtuen erittäin kannattava (EBITDA-% 24 %) VALA Group ei ehtinyt vielä Siilin vuoden 2018 luvuissa näkyä.

Tase vahvassa kunnossa

Siilin omavaraisuusaste oli vuoden 2018 lopussa 40 % ja nettovelkaantumisaste -13 %. Yhtiöllä on kassaa 10 MEUR ja korollisia velkoja 7,5 MEUR.

Siirtymä IFRS16:een sekoittaa hieman Siilin taseen ja tuloksen tunnuslukuja. Olemme esittäneet vuodesta 2018 eteenpäin yhtiön tuloksen ja taseen IFRS16:n arvioitujen vaikutusten mukaisesti. Siirtymällä on arviolta noin 1 %-yksikön kohottava vaikutus EBITDA-marginaaliin. Siten jatkossa yhtiölle vertailukelpoisempia tunnuslukuja ovat EBITA ja EBIT-marginaalit.

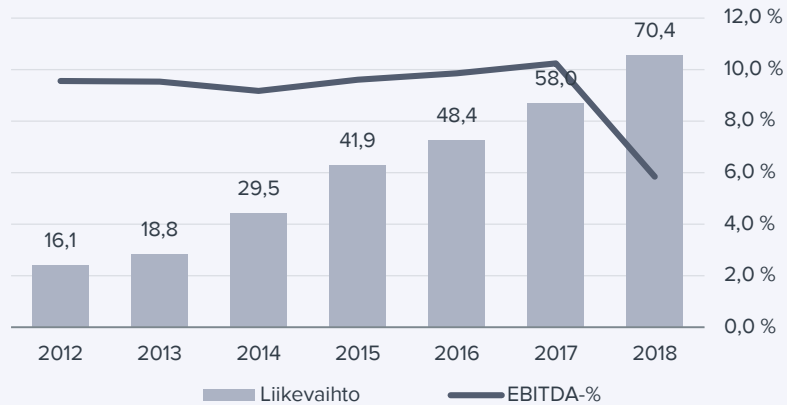
Siilillä on taseessaan noin 5 MEUR edestä yrityskauppoihin liittyviä aktivoituja asiakassuhteita, joista syntyy reilun 1 MEUR:n vuotuiset tulosta rasittavat poistot. Oikaisemme tämän poistoerän oikaistun tuloksen laskennassamme.

Liikearvoa taseessa on 19 MEUR sen ollessa suurin omaisuuserä 49 MEUR:n taseen loppusummasta. Liikearvon syntyminen kevyillä taseilla operoivien asiantuntijayritysten ostoissa on normaalia.

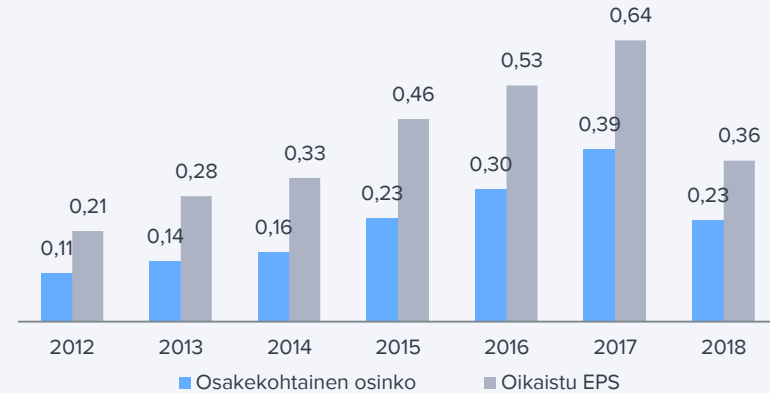
Siili on kerännyt First North -listautumisessaan (2012) noin 1,5 miljoonan euron varat ja päälistalle siirtyessään (2016) 3,3 miljoonan euron varat. Muilta osin yhtiö ei ole käynyt omistajien lompakolla ja siten kasvu on sitonut erittäin vähän omistajien pääomia. Tämä osittain sen takia, että yrityskauppoja on rahoitettu omalla osakkeella. Yhtiö on vastaavasti palauttanut omistajille vuosina 2012-2018 9,9 miljoonaa euroa osinkoina.

Historiallinen kehitys

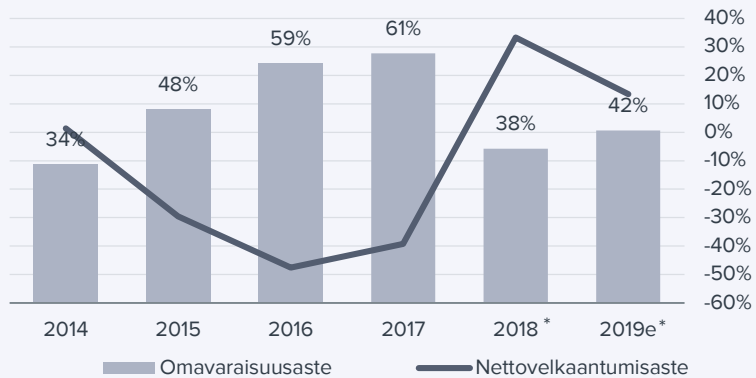
Liikevaihdon ja kannattavuuden kehitys



EPS ja osinko



Taseen avainlukujen kehitys



*IFRS16-oikaistu

Ennusteet ja arvonmääritys 1/3

Ennusteet

Liiketoimintamallin ennustettavuus

Siilin liiketoimintamalli on viime kädessä hyvin yksinkertaista asiantuntijamyyntiä. Nykyisessä hyvässä kysyntäympäristössä käytännössä edellisen 6 kuukauden nettokrytointien määrä määrittää yhtiön kykyä kasvaa orgaanisesti seuraavan 6 kuukauden aikana. Myynnin haasteena toki hyvässäkin kysynnässä on saada oikea kysyntä kohtaamaan oikeat asiantuntijat.

Kannattavuudessa keskeisiä määrittäviä tekijöitä ovat palkkakustannukset, asiantuntijoiden päivähinnat tai projektien hinnoittelu, projektinhallinnan onnistuminen sekä käyttöasteet. Omien asiantuntijoiden lisäksi Siili käyttää jonkin verran alihankkijoita, joita myydään katteella asiakasprojekteihin.

Siili ei kanna 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 projektoriskit korostuvat, minkä takia pienimmillä toimijoilla ei ole riskinottokykyä tai riittävää volyyymiä lähteä suurimpiin hankkeisiin.

Lyhyen aikavälin ennusteet

Siili on ohjeistanut vuoden 2019 liikevaihdon olevan 75-85 miljoonaa euroa ja käyttökatteen olevan 6,5-8,5 miljoonaa euroa. Ohjeistus on varovainen, kun huomioidaan yhtiön vuoden 2018 lopun henkilöstömäärä (697) sekä elokuussa

konsolidoidun VALA Groupin liikevaihtoa ja käyttökatetta tukeva vaikutus. Lisäksi IFRS16-siirtymä tukee käyttökatetta noin 1%-yksiköllä.

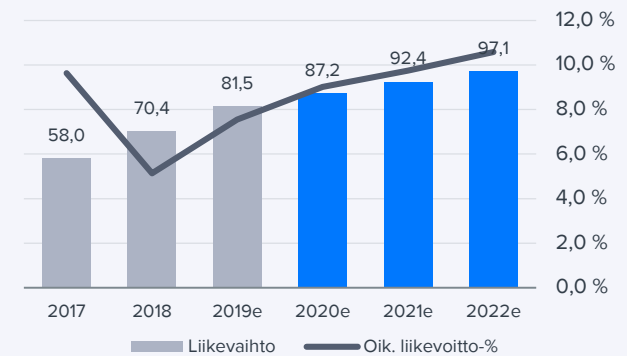
Ennusteemme odottaa yhtiön liikevaihdon nousevan 15,8 % 81,5 MEUR:oon ja käyttökatteen olevan 7,9 MEUR (EBITDA-% 9,6 %). IFRS16-vertailukelpoisesti tämä tarkoittaisi kannattavuuden jäämistä edelleen aiempien vuosien tasoa heikommaksi. VALA Groupin säilyttäessä erinomaisen yli 20 %:n EBITDA-marginaalin tarkoittaa tämä emoyhtiön kannattavuuden olevan vielä heikompi. Siten ennusteemme tasolla tulokseen ei missään nimessä voisi olla vielä tyytyväinen.

Arviomme mukaan yhtiön uuden rakenteen tehokkuus on vielä heikko ja lisäksi Siili on ennakoitunut tekevänsä panostuksia kasvuun etenkin autoteollisuuden liiketoiminnassa. Kannattavuus tulee siten arviomme mukaan normalisoitumaan enemmänkin usean vuoden aikana kuin nopealla käännteellä. Haasteena lyhyen tähtäimen ennusteissa on heikko näkyvyys. Yhtiön elpyminen viime vuoden hieman yllättävästä kannattavuuspudotuksesta näyttää nykyisillä parametreilla todennäköiseltä, mutta konkreettinen käänne on vielä todistamatta.

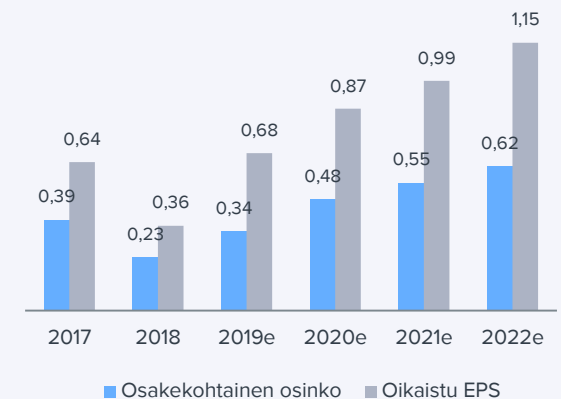
Pitkän aikavälin ennusteet

Vuosina 2020-2022 arvioimme Siilin liikevaihdon kasvavan 7 %, 6 % ja 5 %. Kasvu tasaantuu tällöin yhtiön palvelualueiden markkinakasvun tasolle tai jopa hieman sen alapuolelle. Kasvua läpi sektorin rajoittaa etenkin osaajien saatavuus. Kasvun hidastuessa arvioimme käyttökatte-%:n vuosina 2020-2022 olevan 10,9 %, 11,6 % ja 12,4 %.

Liikevaihdon ja kannattavuuden kehitys



EPS ja osinko



Ennusteet ja arvonmääritys 2/3

Asteittaista kannattavuuden normalisoitumista tukee normaalin perustekemisen tehokkuuden parantuminen (käyttöasteet), eikä tuloksella ole mitään yksittäistä merkittävää ajuria.

Ennusteemme tasolla yhtiön kannattavuus on lähimpiä verrokkeja alempi, mikä heijastelee ennusteen varovaisuutta yhtiön nykyisessä muutosvaiheessa. Arviomme mukaan Siilin todellinen kannattavuuspotentiaali on yli 15 %:n EBITDA-%:n tasoilla, mutta toistaiseksi meillä ei ole mitään perusteita ennustaa yhtiölle tämän tason marginaaleja.

Ennusteessamme Siilin vuosien 2019-2022 osakekohtaisen tuloksen kasvu (CAGR-%) on 11 %. Osakekohtaisen tuloksen kohdalla on huomioitava, että yhtiö konsolidoi kokonaisuudessaan VALA Groupin omistuksen, eikä vähemmistöjä vähennetä tuloslaskelmassa kirjanpidosta. Siten yhtiön osakekohtainen tulos antaa lievästi todellisuutta positiivisemmän kuvan, mutta nykyvolyymissä emme pidä tätä merkittävänä.

Arvonmääritys

Arvostustaso ja vertailuryhmä

Siilin osakkeen arvostustaso on ennusteidemme valossa kohtalainen niin absoluuttisesti kuin suhteellisesti. Suhteellisen homogeenisesta vertailuryhmästä johtuen verrokkit antavat melko vahvaa tukea osakkeen hinnoittelulle ja ohjaavat myös markkinan käyttäytymistä. Seuraamme Siilin osakkeessa erityisesti oikaistuja P/E- ja EV/EBIT -kertoimia sekä EV/liikevaihto -kerrointa. Palveluyhtiöille normaalisti käytetyn EV/EBITDA-kertoimen käytettävyys heikkenee IFRS16-

siirtymän myötä.

Siilin kertoimia tarkasteltaessa on huomioitava, että VALA Groupin vähemmistöosuuden vaikutus tulokseen (arviomme mukaan alle 0,5 MEUR) ei näy yhtiön tuloslaskelmassa. Siten osakkeelle tulee oikeuttaa hieman alemmat arvostustasot kuin normaalitilanteessa. Tulokseen tekemämme oikaisut liittyvät yrityskauppojen aineettomiin PPA-poistoihin (noin 1,4 MEUR vuodessa), joiden oikaisemista pidämme perusteltuna vertailukelpoisuuden takia sekä siksi, ettei niillä ole kassavirtavaikutusta.

Ennusteillamme Siilin oikaistut vuosien 2019-2020 P/E-kertoimet ovat 13x ja 10x sekä vastaavat EV/EBIT-kertoimet 11x ja 8x. Siilin liiketoiminnan vahvan kassavirtaprofiilin ansiosta tulos on hyvin lähellä kassavirtaa, mikä parantaa kertomien laatua. Tulospohjaiset kertoimet ovat hieman yli 20 % vertailuryhmää alemmat. Tämä viittaa maltilliseen arvostukseen, mutta yhtiölle ei voida vielä nykytilanteessa oikeuttaa sektorin arvostustasoa ennen näyttöjä kannattavuuden käänteestä.

Arviomme Siilin jakavan lähivuosina noin kaksi kolmannesta tuloksestaan osinkoina. Tämä vastaa 4 % ja 5 % osinkotuottoja vuosille 2019e ja 2020e, mikä on sektoriin nähden hyvä taso.

Liikevaihtopohjaisella EV/liikevaihto -mittarilla Siiliä hinnoitellaan 0,8x ja 0,7x kertoimilla tälle ja ensi vuodelle. Arvostus on selkeästi verrokkeja alempi, mitä selittää Siilin heikompi kannattavuus sekä VALA Group -vähemmistöosuus. Kerrointa vastaavasti kohottaa mallissa soveltamamme IFRS16-muutos. Liikevaihtopohjainen hinnoittelu viittaa osakkeen matalaan arvostukseen.

Arviomme mukaan Siiliä hinnoiteltaisiin sektorin tasolla olevalla ja yhtiön historiallisella 1x pinnassa olevalla liikevaihtokertoimella yhtiön palatessa normaalille kannattavuusuralleen. Toisaalta nykyinen arvostustaso vastaavasti rajaa laskuvaraa.

Osakkeen tuotto-odotuksen komponentit

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

Arviomme mukaan yhtiöllä on lähivuosina edellytykset noin 10 %:n vuotuisen tuloskasvuun (vuoden 2019e tasoon nähden) perustuen hieman IT-markkinaa nopeampaan kasvuun, organisaation tehokkuuden parantumiseen sekä vastavoimana toimiviin osaajakilpailuun ja kustannusinflaatioon. Osinkotuotto on 4-5 %:n tasolla, sillä yhtiön vahva tase ja rahavirta antavat hyvät edellytykset suhteellisen korkeaan voitonjakoon. Vastaavasti voitonjakoa rajaa arviomme mukaan se, että yhtiö haluaa pitää taseen vahvana mahdollisia epäorgaanisia siirtoja silmällä pitäen.

Emme näe nykytilanteessa Siilin lähivuosien arvostuskertoimissa olennaista varaa venymiselle ylöspäin. Siten arviomme markkinan hyväksyvän yhtiölle nykyisen (2019e) P/E-kertoimen 13x tulevina vuosina. Yhtiön strategian onnistuessa hyväksyisi markkina todennäköisesti korkeamman arvostuksen. Näin ollen osakkeen tuotto-odotus muodostuu osinkotuotosta sekä tuloskasvusta asettuen karkeasti 10-15 % tasolle. Arviomme mukaan tuotto-odotus on riittävä kompensoimaan yhtiön riskitasoa.

Ennusteet ja arvonmääritys 3/3

DCF-analyysi

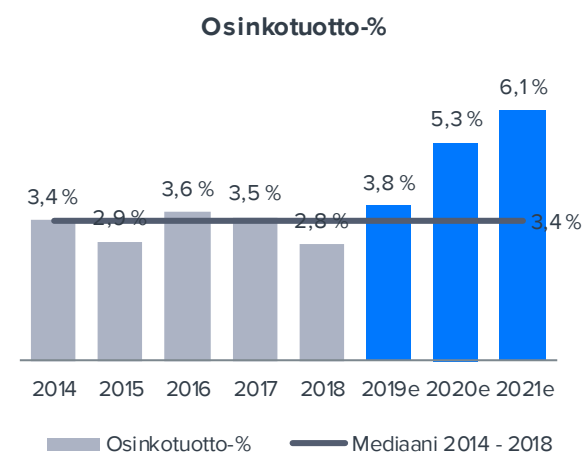
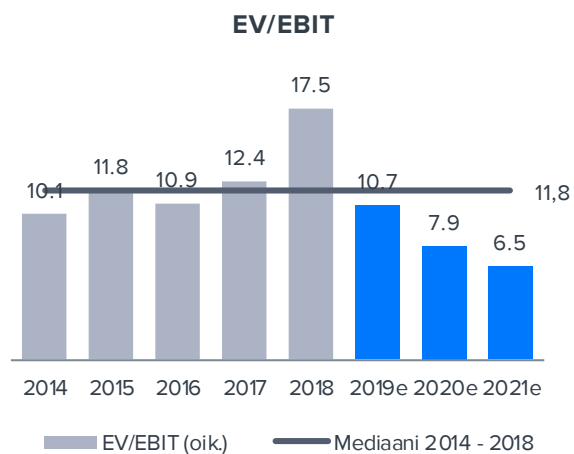
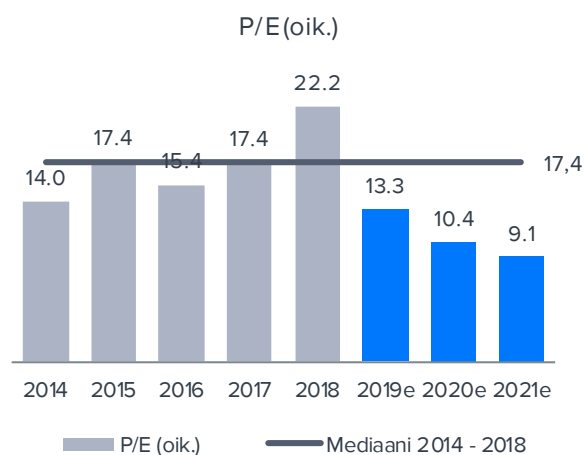
DCF-mallimme arvo Siilin osakkeelle on 11,2 euroa. Arvioimme mallissa yhtiön kasvavan lähivuodet hieman IT-markkinaa nopeammin 5-7 %:n vauhtia yhtiön asemoituessa markkinan sisällä kasvualueille. Pitkällä aikavälillä arvioimme kasvun tasaantuvan IT-markkinan vauhtiin 3-4 %:iin ikuisuusoletuksen ollessa 2 %. Arvioimme yhtiön liikevoitto-%:n elpyvän historialliselle noin 9 %:n tasolle lähivuosina ja laskevan ikuisuusoletuksessa 6,5 %:iin. Ennusteessa kannattavuus on sektorin keskitasoa, sillä nykytilanteessa emme näe perusteita, miksi yhtiö yltäisi sektoria korkeampaan kannattavuuteen. Ennusteoletuksilla yhtiö tuottaa noin 7-8 miljoonan euron vapaata kassavirtaa seuraavan 10 vuoden ajan ikuisuusoletuksen ollessa 6 miljoonaa euroa 2 %:n kasvulla.

Pääoman kustannus (WACC) on 8,8 % ja oman pääoman kustannus 9,3 %. Ikuisuusoletuksen painoarvo arvonmäärityksen tuloksessa on maltillinen 46 %. Kassavirtamallin analyysin suhteellisen varovaisten oletuksen perusteella Siilin osake hinnoitellaan tällä hetkellä alle yhtiön käyvän arvon. Markkinan hinnoittelukäyttäytyminen selittyy mielestämme yhtiön heikolla vuodella 2018 ja vielä rajallisilla näytöillä elpymisestä.

Arvostustaso

Arvostustaso	2014	2015	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e	2022e
Osakekurssi	4,56	8,00	8,26	11,1	8,10	9,00	9,00	9,00	9,00
Osakemäärä, milj. kpl	5,43	6,02	6,68	7,00	7,00	7,00	7,00	7,00	7,00
Markkina-arvo	24	48	57	77	57	63	63	63	63
Yritysarvo (EV)	25	45	49	69	63	66	62	58	54
P/E (oik.)	14,0	17,4	15,4	17,4	22,2	13,3	10,4	9,1	7,8
P/E	14,1	19,6	17,3	18,7	35,9	17,4	12,6	10,5	8,7
P/Kassavirta	neg.	19,0	31,5	81,6	neg.	11,6	9,8	8,7	7,7
P/B	3,2	4,2	3,2	3,7	2,9	2,9	2,6	2,3	2,1
P/S	0,8	1,1	1,2	1,3	0,8	0,8	0,7	0,7	0,6
EV/Liikevaihto	0,8	1,1	1,0	1,2	0,9	0,8	0,7	0,6	0,6
EV/EBITDA (oik.)	9,1	11,1	10,2	11,7	15,4	8,4	6,5	5,5	4,5
EV/EBIT (oik.)	10,1	11,8	10,9	12,4	17,5	10,7	7,9	6,5	5,3
Osinko/tulos (%)	47,7 %	57,1 %	65,2 %	66,1 %	102,0 %	65,9 %	67,2 %	64,4 %	60,2 %
Osinkotuotto-%	3,4 %	2,9 %	3,6 %	3,5 %	2,8 %	3,8 %	5,3 %	6,1 %	6,9 %

Lähde: Inderes



Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Osakekurssi	Markkina-arvo MEUR	Yritysarvo MEUR	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%	
				2019e	2020e	2019e	2020e	2019e	2020e	2019e	2020e	2019e	2020e
Acando*	41,40	394	395	14,1	13,0	12,2	11,3	1,4	1,3	19,1	17,6	3,8	4,1
Solteq	1,49	29	52	12,9	10,3	5,7	5,7	0,8	0,8	16,6	12,4	2,0	2,7
Innofactor	0,59	21	37		24,3	9,1	6,6	0,6	0,6	29,5	13,1		
Nixu	11,45	84	82	64,0	28,4	31,6	19,6	1,4	1,2	88,0	36,0	0,1	0,3
Vincit	6,04	72	67	11,2	9,6	9,6	8,4	1,3	1,2	14,4	12,1	3,0	3,6
Digia	2,97	79	92	10,3	8,4	7,1	6,2	0,8	0,7	11,9	9,9	3,2	4,2
Enea	156,00	288	367	16,7	15,3	13,4	11,9	3,9	3,6	19,7	16,7		
Tieto	26,00	1920	2196	13,0	12,3	9,3	8,7	1,3	1,3	14,0	13,4	5,6	5,8
HIQ International	53,80	282	268	12,7	11,6	10,9	10,2	1,5	1,4	17,3	15,7	6,5	6,8
Know-IT	220,00	398	384	11,9	11,1	10,4	9,8	1,2	1,1	16,5	15,3	2,9	3,3
Gofore	8,08	113	101	11,9	10,7	9,6	8,4	1,4	1,2	15,4	13,2	2,9	3,4
Silli Solutions (Inderes)	9,00	63	66	10,7	7,9	8,4	6,5	0,8	0,7	13,3	10,4	3,8	5,3
Keskiarvo				17,9	14,1	11,7	9,7	1,4	1,3	23,8	15,9	3,3	3,8
Mediaani				12,8	11,6	9,6	8,7	1,3	1,2	16,6	13,4	3,0	3,6
Erotus-% vrt. mediaani				-16 %	-32 %	-13 %	-25 %	-39 %	-42 %	-20 %	-22 %	27 %	46 %

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

*Ostotarjous

Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	H1'17	H2'17	2017	H1'18	H2'18	2018	H1'19e	H2'19e	2019e	2020e	2021e	2022e
Liikevaihto	29,1	28,9	58,0	34,2	36,2	70,4	40,5	41,0	81,5	87,2	92,4	97,1
Käyttökate	2,5	3,5	5,9	2,3	1,8	4,1	3,4	4,5	7,9	9,5	10,7	12,0
Poistot ja arvonalennukset	-0,3	-0,4	-0,8	-0,6	-1,1	-1,6	-1,6	-1,6	-3,1	-3,0	-2,8	-2,8
Liikevoitto ilman kertaeriä	2,5	3,1	5,6	1,9	1,7	3,6	2,5	3,6	6,2	7,9	9,0	10,3
Liikevoitto	2,1	3,0	5,2	1,7	0,7	2,5	1,8	2,9	4,8	6,5	7,9	9,2
Nettorahoituskulut	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,1	-0,2	-0,1	-0,1	-0,2	-0,3	-0,4	-0,2
Tulos ennen veroja	2,1	3,0	5,2	1,7	0,6	2,3	1,7	2,8	4,5	6,3	7,5	9,0
Verot	-0,5	-0,6	-1,0	-0,3	-0,4	-0,7	-0,3	-0,6	-0,9	-1,3	-1,5	-1,8
Nettotulos	1,7	2,5	4,1	1,3	0,2	1,6	1,4	2,2	3,6	5,0	6,0	7,2
EPS (oikaistu)	0,28	0,36	0,64	0,22	0,15	0,36	0,28	0,40	0,68	0,87	0,99	1,15
EPS (raportoitu)	0,24	0,35	0,59	0,19	0,03	0,23	0,20	0,32	0,52	0,71	0,85	1,03

Tunnusluvut	H1'17	H2'17	2017	H1'18	H2'18	2018	H1'19e	H2'19e	2019e	2020e	2021e	2022e
Liikevaihdon kasvu-%	22,0 %	17,5 %	19,7 %	17,4 %	25,4 %	21,4 %	18,5 %	13,2 %	15,8 %	7,0 %	6,0 %	5,0 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	40,1 %	15,2 %	25,1 %	-22,2 %	-45,6 %	-35,2 %	31,0 %	115,0 %	70,2 %	27,9 %	14,5 %	14,0 %
Käyttökate-%	8,5 %	12,0 %	10,2 %	6,7 %	5,0 %	5,8 %	8,3 %	10,9 %	9,6 %	10,9 %	11,6 %	12,4 %
Oikaistu liikevoitto-%	8,5 %	10,7 %	9,6 %	5,6 %	4,7 %	5,1 %	6,2 %	8,8 %	7,6 %	9,0 %	9,7 %	10,6 %
Nettotulos-%	5,7 %	8,5 %	7,1 %	3,9 %	0,6 %	2,2 %	3,4 %	5,5 %	4,4 %	5,7 %	6,5 %	7,4 %

Lähde: Inderes

Tase

Vastaavaa	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Pysyvät vastaavat	15,5	29,0	27,8	26,8	25,9
Liikearvo	11,6	18,8	18,8	18,8	18,8
Aineettomat hyödykkeet	1,9	5,6	4,4	3,3	2,3
Käyttöomaisuus	1,2	4,1	4,1	4,2	4,3
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	0,8	0,4	0,4	0,4	0,4
Laskennalliset verosaamiset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Vaihtuvat vastaavat	18,4	22,8	23,2	26,6	28,2
Vaihto-omaisuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut lyhytaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Myyntisaamiset	9,4	12,7	15,1	16,1	17,1
Likvidit varat	9,0	10,0	8,2	10,5	11,1
Taseen loppusumma	33,9	51,8	51,0	53,4	54,1

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2017	2018	2019e	2020e	2021e
Oma pääoma	20,8	19,6	21,6	24,3	26,9
Osakepääoma	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Kertyneet voittovarot	7,8	6,7	8,7	11,3	13,9
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	12,9	12,9	12,9	12,9	12,9
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pitkäaikaiset velat	1,1	16,4	11,3	10,0	7,3
Laskennalliset verovelat	0,7	1,2	1,2	1,2	1,2
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lainat rahoituslaitoksilta	0,4	15,2	10,1	8,7	6,0
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lyhytaikaiset velat	11,9	15,7	18,1	19,1	20,0
Lainat rahoituslaitoksilta	0,4	1,4	0,9	0,8	0,6
Lyhytaikaiset korottomat velat	11,5	14,3	17,1	18,3	19,4
Muut lyhytaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Taseen loppusumma	33,9	51,8	51,0	53,4	54,1

DCF-laskelma

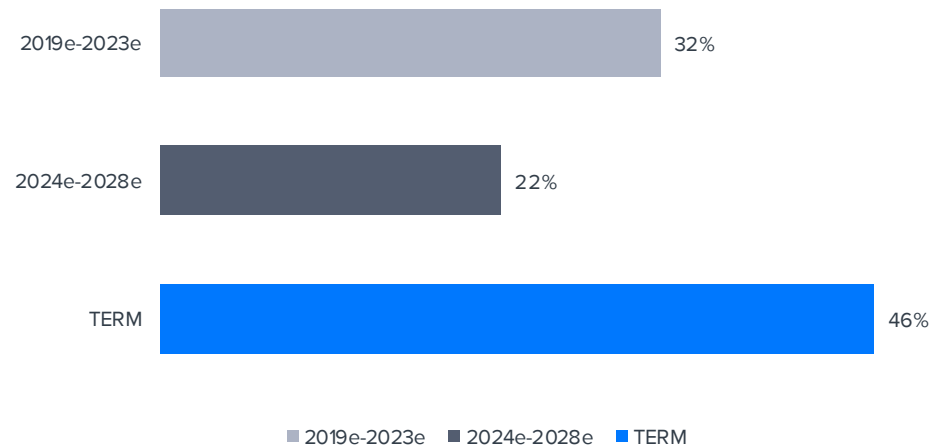
DCF-laskelma	2018	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	TERM
Liikevoitto	2,5	4,8	6,5	7,9	9,2	9,1	9,4	9,2	8,9	9,2	7,6	
+ Kokonaispoistot	1,6	3,1	3,0	2,8	2,8	2,6	2,4	2,2	2,2	2,2	2,3	
- Maksetut verot	-0,2	-0,9	-1,3	-1,5	-1,8	-1,8	-1,9	-1,8	-1,8	-1,8	-1,5	
- verot rahoituskuluista	0,0	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
+ verot rahoitustuotoista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Käyttöpääoman muutos	-0,5	0,4	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	
Operatiivinen kassavirta	3,3	7,3	8,4	9,3	10,3	10,0	10,0	9,7	9,4	9,7	8,4	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoninvestoinnit	-15,2	-1,9	-2,0	-2,0	-2,1	-2,1	-2,2	-2,2	-2,3	-2,4	-2,4	
Vapaa operatiivinen kassavirta	-11,8	5,4	6,4	7,3	8,2	7,9	7,8	7,4	7,1	7,3	6,0	
+/- 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	-11,8	5,4	6,4	7,3	8,2	7,9	7,8	7,4	7,1	7,3	6,0	90,0
Diskontattu vapaa kassavirta		5,1	5,6	5,8	6,0	5,3	4,9	4,2	3,7	3,5	2,7	39,7
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		86,5	81,3	75,8	70,0	63,9	58,7	53,8	49,6	45,9	42,4	39,7
Velaton arvo DCF		86,5										
- Korolliset velat		-16,6										
+ Rahavarat		10,0										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		-1,6										
Oman pääoman arvo DCF		78,3										
Oman pääoman arvo DCF per osake		11,2										

Pääoman kustannus (wacc)

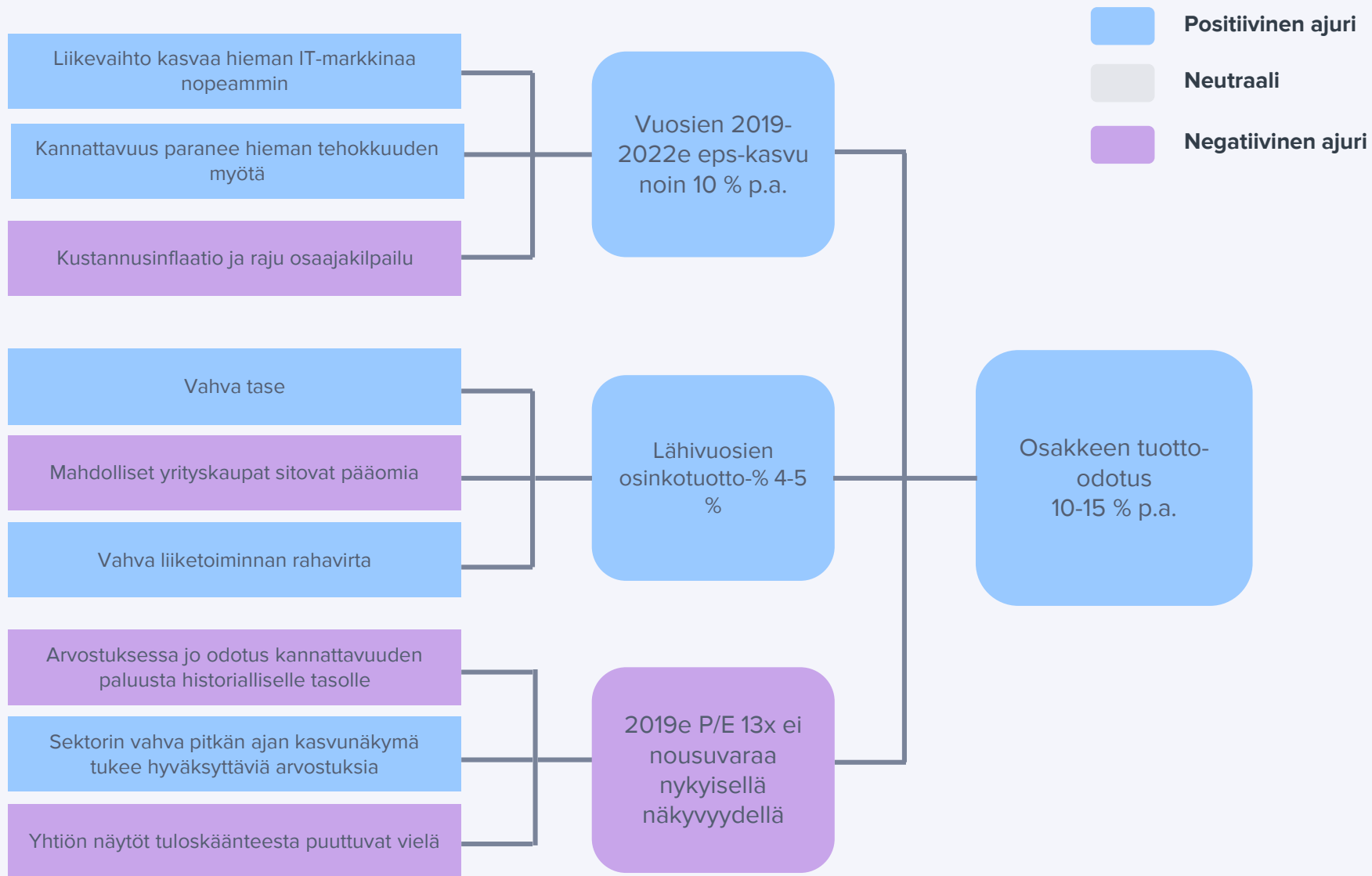
Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	10,0 %
Vieraan pääoman kustannus	6,0 %
Yrityksen Beta	1,10
Markkinoiden riski-premio	4,80 %
Likviditeettipremio	1,00 %
Riskitön korko	3,0 %
Oman pääoman kustannus	9,3 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	8,8 %

Lähde: Inderes

Rahavirranjakauma jaksoittain



Osaketuoton ajurit 2019e-2021e



Vertailuryhmän konsensusennusteet

IT-palveluyhtiöiden ennusteet	Liikevaihdon kasvu			EBIT-%			EPS kasvu			Keskimääräinen kasvu 2019-2021 (CAGR)		
	2019e	2020e	2021e	2019e	2020e	2021e	2019e	2020e	2021e	Liikevaihto	EBIT	EPS
Tieto	3 %	3 %	3 %	10 %	11 %	11 %	11 %	4 %	6 %	3 %	8 %	7 %
Solteq	9 %	3 %	3 %	6 %	8 %	8 %	350 %	33 %	17 %	5 %	27 %	91 %
Digia	6 %	5 %	4 %	8 %	9 %	9 %	42 %	20 %	10 %	5 %	21 %	23 %
Innofactor	2 %	2 %	2 %	0 %	2 %	4 %	-123 %	125 %	44 %	2 %	n.a.	n.a.
Gofore	40 %	16 %	11 %	12 %	12 %	13 %	46 %	16 %	13 %	22 %	24 %	24 %
Vincit	17 %	8 %	7 %	12 %	13 %	12 %	-25 %	17 %	10 %	11 %	19 %	-1 %
Siili	17 %	6 %	6 %	6 %	8 %	9 %	201 %	28 %	14 %	9 %	48 %	64 %
Nixu	42 %	17 %	10 %	2 %	5 %	7 %	-131 %	218 %	89 %	22 %	n.a.	n.a.
HIQ	7 %	6 %	7 %	12 %	12 %	12 %	18 %	8 %	8 %	6 %	11 %	11 %
KnowIT	9 %	6 %	5 %	10 %	10 %	10 %	15 %	8 %	2 %	7 %	7 %	8 %
Evry	3 %	3 %	3 %	12 %	12 %	13 %	77 %	7 %	6 %	3 %	4 %	26 %
Acando	8 %	6 %	5 %	10 %	10 %	10 %	9 %	9 %	7 %	7 %	9 %	8 %
Enea	19 %	9 %	7 %	21 %	23 %	23 %	8 %	18 %	8 %	11 %	10 %	11 %
Atos	12 %	2 %	3 %	11 %	11 %	12 %	58 %	8 %	4 %	6 %	18 %	21 %
IBM	-2 %	0 %	0 %	18 %	19 %	19 %	18 %	2 %	2 %	0 %	8 %	7 %
Accenture	4 %	7 %	7 %	15 %	15 %	15 %	11 %	9 %	9 %	6 %	8 %	9 %
CGI	4 %	4 %	2 %	15 %	15 %	16 %	18 %	8 %	6 %	3 %	5 %	10 %
Wipro	8 %	7 %	6 %	17 %	17 %	18 %	23 %	12 %	7 %	7 %	12 %	13 %
Tata	11 %	10 %	8 %	26 %	26 %	26 %	11 %	11 %	7 %	10 %	10 %	10 %
Capgemini	7 %	5 %	5 %	12 %	13 %	12 %	52 %	10 %	9 %	6 %	12 %	22 %
Suomalaiset mediaani	13 %	6 %	5 %	7 %	8 %	9 %	26 %	24 %	13 %	7 %	22 %	24 %
Pohjoismaiset mediaani	9 %	6 %	5 %	10 %	11 %	11 %	16 %	16 %	9 %	7 %	14 %	16 %
Globaalit mediaani	6 %	6 %	6 %	16 %	16 %	17 %	18 %	9 %	7 %	6 %	9 %	10 %
Kaikki mediaani	8 %	6 %	5 %	12 %	12 %	12 %	18 %	10 %	8 %	6 %	11 %	11 %

Lähde: Reuters (Pohjoismaiset sis. lisäksi HIQ, KnowIt, Evry, Acando, Enea, Atos sekä kansainvälisesti IBM, Accenture, CGI, Wipro, Tata ja Capgeminin)

Siilin erot lähimpiin listattuihin verrokkeihin

	GOFORE	VINGIT	siili_
Profiili / lähestymiskulma markkinaaan	Digitaalisen muutoksen toteuttaja	Ohjelmistokehityksen huippuasiantuntija, vahva teknologiaosaaja	Ohjelmistokehityksen, datan ja designin yhdistäminen, kyky toimittaa laajoja kokonaisuuksia
Ydinpalvelualueet	Digitransformaation konsultointi Palvelumuotoilu Digitaalisten palveluiden kehitys Pilvitransformaatio	Palvelumuotoilu Digitaalisten palveluiden kehitys Ohjelmistoylläpito	Design Data ja analytiikka Digitaalisten palveluiden kehitys Integraatio
Asiakaskunta	Julkishallinto 65 % TOP5 42 % liikevaihdosta (2017)	Hajautunut, useat eri kokoluokat Julkishallinnon rooli pieni Ei raportoi jakaumaa	Painottuu suuryrityksiin Julkishallinnon rooli pieni
Kansainvälistyminen	Kokeileva, pienin askelin ja hallituin riskein Saksa, UK, Espanja, Viro 11 % liikevaihdosta	Kokeileva, pienin askelin ja hallituin riskein Yhdysvallat Ei raportoi jakaumaa	Lean start-up -lähestyminen Saksa ja Yhdysvallat Autoteollisuus kohderyhmänä 13 % liikevaihdosta
Liiketoimintamalli	Puhdas asiantuntijayritys, vahvasti tuntilaskutukseen painottuvaa myyntiä	Pääosin tuntilaskutusta Ylläpitosopimusten rooli kasvussa Omien tuotteiden rooli kasvussa	Tuntilaskutus, mutta projektitoimitusten rooli kasvussa
Pitkän aikavälin kasvu- ja kannattavuus-tavoitteet	15-25 % vuotuinen kasvu >15 % EBITA-%	Ei julkaise tavoitteita	>10 % orgaaninen kasvu >10 % EBITDA-%
Vuoden 2019 tavoitteet	Liikevaihto 71-79 MEUR (2018: 51 MEUR)	Vertailukelpoinen liikevaihto kasvaa ja kannattavuus paranee vuonna 2019	Liikevaihto 75-85 MEUR (2018: 70 MEUR) EBITDA 6,6-7,6 MEUR (2018: 4 MEUR)
Alueellinen painopiste	Tampere Helsinki Turku	Tampere Helsinki Turku Oulu	Helsinki Oulu Puolassa nearshore-yksikkö
Henkilöstö 2018	495	430	697

IT-palvelusektorin yrityskauppoja

IT-palvelusektorin yrityskauppoja Pohjoismaissa

Päivämäärä	Ostaja	Kohde	Liikevaihto	EBITDA	EBITDA-%	Henkilöstö	Enterprise Value	EV/Sales	EV/EBITDA
			MEUR	MEUR			MEUR		
maalis.19	CGI (tarjous)	Acando (SE ja 2018 tot. luvut)	280	28	10 %	2100	410	1,5x	14,6x
helmi.19	Digia	Starcut	~1,5		~5 %	19			
helmi.19	Gofore	Silver Planet	7,2	1,8	0,3	40	10,8	1,5x	6,0x
tammi.19	eCraft	Evry (Fi - Dynamics toiminnot)				40			
tammi.19	Vincit	LeanCraft	3,0	>1	>30%		5,5	1,8x	5,5x
loka.18	Elisa	Fenix Solutions	2,7	0,6	>20%		4,5-5,4	1,7x-2,0x	7,5x-9,0x
elo.18	Infosys	Fluido	18,0				65,0	3,6	
elo.18	Digia	Mavisystems Oy	3,2			34			
elo.18	Gofore	Solinor	4,0	0,5	0,1	50	4,0	1,0x	7,7x
elo.18	Siili	Vala Group (Siilin omistus 60 %)	5,8	1,4	0,2	80	6,0	1,7	7,0
huhti.18	Apax Digital Fund	Solita	76,1			650			
maalis.18	Digia	Avarea	3,6			41			
huhti.18	Sofigate	Csolutor (FI)	6,9			50			
tammi.18	Sofigate	Headstart (FI)	5,0						
tammi.18	Solteq	TM United A/S (DK)	4,8	0,5	0,1	35	3,5	0,7x	7,3x
joulu.17	Digia	Integration House	1,8			21			
loka.17	Tieto	Avega (SE)	45,5			350	51,0	1,1x	
syys.17	CGI	Affecto	125	6,4	0,1	1020	100,3	0,8x	15,7x
elo.17	Visma	Infrastone	2,8			15			
kesä.17	Solteq	InPulse	4,9	0,3	0,1	60	3,5	0,7x	12x-
kesä.17	Nixu	Bitsec (SE)	2,5			20	3,1	1,2x	
touko.17	Siili	Omenia	3,0	0,5	0,2	28	1,7-3,0	0,6x-1,0x	3,4x-6,0x
touko.17	Nixu	Expert Solution Support Center (NED)	3,1				2,2	0,7x	
touko.17	Digia	Omni Partners (ja Nord Software)	3,9			52			
huhti.17	Gofore	Leadin	3,8	0,4	0,1	43			
huhti.17	Eficode	Adage	2,6			24			
maalis.17	Solita	Palmu	7,6			62			
helmi.17	Capgemini	Idean	25,0			170			

Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

Raporteilla esitettävä informaatio on hankittu useista eri julkisista lähteistä, joita Inderes pitää luotettavana. Inderesin pyrkimyksenä on käyttää luotettavaa ja kattavaa tietoa, mutta Inderes ei takaa esitettyjen tietojen virheettömyyttä. Mahdolliset kannanotot, arviot ja ennusteet ovat 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.

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

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

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

Inderes antaa seuraamilleen osakkeille tavoitehinnan. Inderesin käyttämä suositusmetodologia perustuu osakkeen tämänhetkisen hinnan ja 12 kuukauden tavoitehintamme väliseen prosenttiero. Suosituspolitiikka on neliportainen suositukseen myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään neljä kertaa vuodessa yhtiöiden osavuosikatsausten yhteydessä, mutta suosituksia ja tavoitehintoja voidaan muuttaa myös muina aikoina markkinatilanteen mukaisesti.

Annetut suositukset tai tavoitehinnat eivät takaa, että osakkeen kurssi kehittyisi tehdyn arvion mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonmäärittämenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF) ja lisäarvomalli (EVA), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi. Käytettävät arvonmäärittämenetelmät ja tavoitehinnan perusteet ovat aina yhtiökohtaisia ja voivat vaihdella merkittävästi riippuen yhtiöstä ja (tai) toimialasta.

Inderesin suosituspolitiikka perustuu seuraavaan jakaamaan suhteessa osakkeen nousuvaraan 12-kk tavoitehintaan:
Osta >15 %

Lisää 5-15 %

Vähennä -5-5 %

Myy < -5 %

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

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

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

Suositus historia (>12 kk)

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 €



Inderes on kaikille osakesijoittajille avoin analyysipalvelu ja yhteisö. Toimintaamme ohjaavat viisi periaatetta: riippumattomuus, laadukas analyysi, intohimo osakemarkkinoita kohtaan, pääomamarkkinoiden avoimuuden parantaminen sekä toiminta yhteisönä yhteisen hyvän edistämiseksi. Tavoitteemme on vaikuttaa positiivisesti yhteiskuntaan edistämällä kotimaista omistajuutta ja kansankapitalismia. Yhteisöömme kuuluvat sijoittajat oppivat tuntemaan kohdeyhtiöt paremmin, ymmärtävät omistajuuden merkityksen ja voivat kehittyä paremmiksi sijoittajiksi. Pörssiyrityksille varmistamme, että yhtiöstä on jatkuvasti sijoittajien ja omistajien saatavilla laadukasta tietoa päätöksentekoon. Inderes-yhteisöön kuuluu yli 35 000 aktiivista sijoittajaa ja yli 100 kotimaista pörssiyritystä, jotka haluavat pitää omistajiensa tietotarpeista huolta. Palvelemme yhteisöämme yli 20 työntekijän tiimillä intohimosta osakesijoittamiseen.

Inderes Oy

Itämerentori 2
00180 Helsinki
+358 10 219 4690

Palkittua analyysiä osoitteessa www.inderes.fi

Palkinnot



2015, 2018
Suositus- ja
ennustetarkkuus



2014, 2016, 2017
Suositustarkkuus



2014, 2015, 2016, 2018
Suositus- ja
ennustetarkkuus



2012, 2016, 2018
Suositustarkkuus



2012, 2016, 2017, 2018
Suositus- ja
ennustetarkkuus



2017
Suositustarkkuus



2017
Suositustarkkuus



2018
Ennustetarkkuus



**Analyysi kuuluu
kaikille.**