

Innofactor

Laaja raportti

11.9.2023 8:30



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

✓ Inderes Yhtiöasiakas

inde
res.

Vankempi ja jatkuvampi pohja lähivuosien tulokasvulle

Innofactorin tulostuuksien kehitys on edennyt hyvin jo neljä vuotta Suomen liiketoiminnan hyvän vedon ajamana. Lyhyellä aikavälillä markkina luo epävarmuutta, mutta Innofactorin hyvä pohja tilauskannan, jatkuvan liikevaihdon ja julkisen sektorin myötä antaa selkänöjää. Operatiivisesti fokus on edelleen yhtenäisen organisaation kehittämisessä, jossa perusta on kunnossa, mutta vaatii vielä näyttöjä Suomen ulkopuolella. Odotamme maltillista tulokasvua tänä vuonna ja pidemmällä tähtäimellä vahvempi tulokasvu vaatii ehjää kokonaisuutta Pohjoismailta. Tuotto/riski-suhde on houkutteleva. Toistamme lisää-suosituksen ja 1,35 euron tavoitehinnan.

Transformaatio projekteista kohti jatkuvia palveluita ja omia ratkaisuja jatkuu

Innofactor on historiassaan kasvanut voimakkaasti yritysostoin kotimaassa ja kansainvälisesti konsolidoimalla Microsoftiin erikoistuneiden IT-toimittajien kenttää. Useiden yritysostojen jälkeen yhtiö siirtyi vuonna 2016 strategiassaan vaiheeseen, jossa fokus siirtyi yhtenäisen pohjoismaisen organisaation rakentamiseen. Vuosien 17-18 kuopan jälkeen yhtiön tulostuuksien kehitys on edennyt hyvin. Samalla jatkuvien palveluiden osuus on kasvanut voimakkaasti viime vuosina (2017: 35 % liikevaihdosta ja 2022: 60 %), mikä tuo jatkuvuutta liiketoimintaan ja laskee riskiprofilia.

Operatiiviset ajurit lyhyellä ja pidemmällä aikavälillä

Innofactor on viime vuosina panostanut yhtenäisen pohjoismaisen organisaation rakentamiseen, mikä on kuitenkin ollut odottamaamme hitaampaa. Norja osoitti jo pari vuotta hyvää tekemistä, mutta tärkeän Ruotsin kehitys on ollut jo vuosia heikkoa. Yhtiö pyrkii luomaan arvoa yhtenäisen pohjoismaisen organisaation synergieista ja tehokkuudesta, mikä vaatii kuitenkin vielä näyttöjä. Lyhyellä aikavälillä asiakaskysynnän epävarmuus vaikeuttaa kehitystä, mutta pidemmällä tähtäimellä kysyntänäkymä sektorilla on edelleen hyvä. Lisäksi voimakkaimman pilvisiirtymän ollessa takanapäin on yhtiön tärkeitä onnistua jatkuvien palveluiden myynnissä. Keskipitkällä aikavälillä Microsoft ja sen vahva asema tekoälyn parissa luo uusia kasvumahdollisuuksia ja tuo teknologiamielessä kilpailuetua.

Ennustamme maltillista tulokasvua ja potentiaalin realisoituminen vaatii näyttöjä

Innofactor on osoittanut pystyvänsä myös vahvempaan kasvuun ja kääntänyt kannattavuuden kestävästi yhtiölle tyydyttävälle, mutta sektorin kontekstissa keskivertotasolle. Lähivuosina Innofactor keskittyy edelleen kasvuun, jonka tulisi skaalautua kannattavuuteen. Pidämme yhtiön pitkän aikavälin tavoitteita (kasvu 20 % ja käyttökate 20%) mahdollisena, mutta toteutuakseen ne vaativat taakseen koko pohjoismaisen organisaation vahvaa yhtenäistä tekemistä. Odotamme liikevaihdon kasvavan orgaanisesti ~4 % lähivuosina (2023e: 9 %) laskutusasteiden vetämänä ja käyttökate-%:n olevan noin 11 %:ssa palkkainflaation ja alihankinnan käytön rajoittamana. Lisäksi pidämme hyvin mahdollisena, että yhtiö vauhdittaa kasvua pienin yritysostoin. Näkemyksemme mukaan yhtiö on onnistunut hyvin pääomanhallinnassa viime vuosina, tasapainoillen yritysostojen, osingon ja omien osakkeiden takaisinoston välillä. Keskeisimmät riskit liittyvät uusien projekti- tai maakohtaisten haasteiden ilmaantumiseen ja yritysostoihin.

Tuotto/riski-suhde on houkutteleva

Sijoitusprofiililtaan Innofactorin asemointi on vankistunut tulokone-lokeroon, mutta vahvempi kasvu vaatii taakseen jatkuvia näyttöjä. Vuoden 2023e EV/EBIT- ja P/E-kertoimilla (9x ja 11x) osakkeen arvostus on maltillinen. Kertoimet ovat 30 % alle suomalaisten verrokkien, mikä on jopa hyvin houkutteleva taso. Osakkeen tuotto-odotus nousee tulokasvun (10 %), osinkotuoton (7 %) ja kertoimien pienen nousuvaran myötä selvästi yli oman pääoman tuottovaateen. Lisäksi kassavirtalaskelma indikoi selvästi nykyistä korkeampaa tasoa (1,6 eur/osake). Näin arvostus on osin jopa hyvin houkutteleva, mutta markkinan kohonnut epävarmuus hillitsee kuitenkin kovinta ostointoa.

Suositus

Lisää

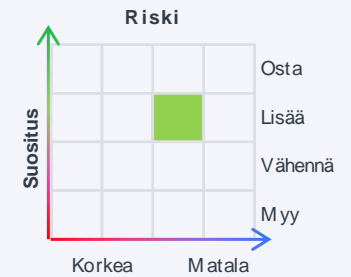
(aik. Lisää)

1,35 EUR

(aik. 1,35 EUR)

Osakekurssi:

1,14



Avainluvut

	2022	2023e	2024e	2025e
Liikevaihto	71	80	83	86
kasvu-%	7 %	12 %	4 %	3 %
Käyttökate	7,8	8,3	9,4	10,1
Käyttökate-%	11,0 %	10,4 %	11,3 %	11,7 %
Nettotulos	3,3	3,5	4,7	5,4
EPS (oik.)	0,10	0,10	0,13	0,15

P/E (oik.)	10,7	11,2	8,5	7,4
P/B	1,5	1,6	1,5	1,3
Osinkotuotto-%	5,7 %	6,2 %	7,0 %	7,9 %
EV/EBIT (oik.)	10,0	9,3	7,2	6,0
EV/EBITDA	6,5	6,1	5,0	4,3
EV/Liikevaihto	0,7	0,6	0,6	0,5

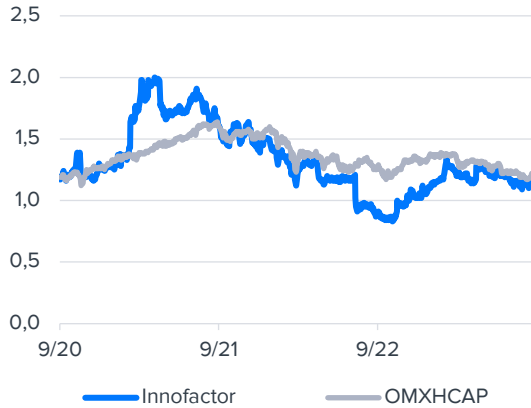
Lähde: Inderes

Ohjeistus

(Ennallaan)

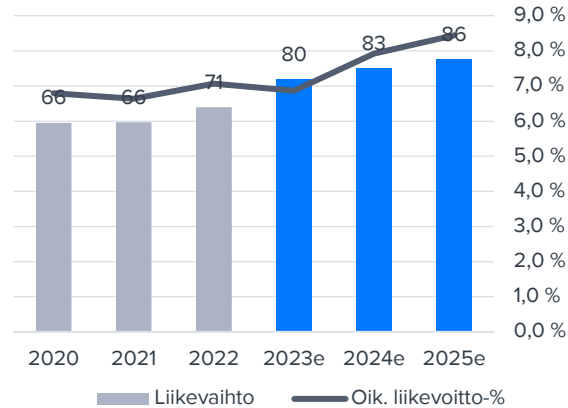
Innofactor arvioi vuoden 2023 liikevaihdon ja käyttökateen kasvavan edellisestä vuodesta, jolloin liikevaihto oli 71,1 MEUR ja käyttökate oli 7,8 MEUR.

Osakekurssi



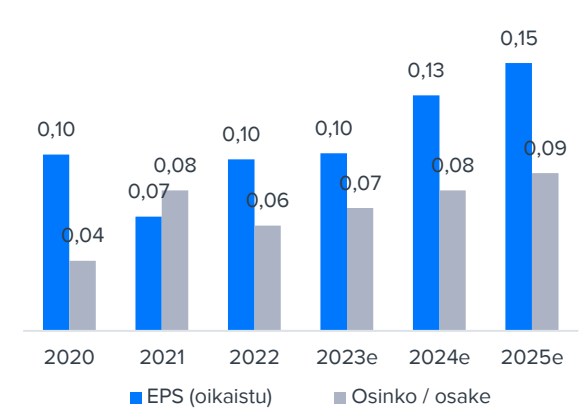
Lähde: Millistream Market Data AB

Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes



Arvoajurit

- Kaikkien Pohjoismaiden, erityisesti Suomen ja Ruotsin kasvu- ja kannattavuusparannus
- Käänteen jatkuminen ja vahvistuminen
- Sijoittajaluottamuksen palautumisen positiivisen trendin jatkuminen
- Orgaaninen ja yrityskauppavetoinen kasvu
- Jatkuvan liiketoiminnan osuuden kasvu ja oma tuoteliikeytoiminta



Riskitekijät

- Kasvustrategian epäonnistuminen
- Projektinhallinnassa epäonnistuminen
- Ulkomaan liiketoimintojen vahvistamisen epäonnistuminen
- Pohjoismaisen organisaation rakentamisen pitkittyminen
- Kansainvälistyminen ja yrityskaupat nostavat riskitasoa
- Microsoftin aseman heikentyminen, nyt vahva

Arvostustaso	2023e	2024e	2025e
Osakekurssi	1,14	1,14	1,14
Osakemäärä, milj. kpl	36,3	36,3	36,3
Markkina-arvo	41	41	41
Yritysarvo (EV)	51	47	43
P/E (oik.)	11,2	8,5	7,4
P/E	11,8	8,7	7,7
P/B	1,6	1,5	1,3
P/S	0,5	0,5	0,5
EV/Liikevaihto	0,6	0,6	0,5
EV/EBITDA (oik.)	6,1	5,0	4,3
EV/EBIT (oik.)	9,3	7,2	6,0
Osinko/tulos (%)	72,9 %	61,6 %	60,7 %
Osinkotuotto-%	6,2 %	7,0 %	7,9 %

Lähde: Inderes

Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	5-11
Toimiala	12-22
Kilpailu	23-27
Microsoft	28-30
Strategia	31-34
Historiallinen kehitys	35-36
Ennusteet	37-39
Sijoitusprofiili	40-41
Arvonmääritys	42-46
Taulukot	47-49
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	50

Innofactor lyhyesti

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

2000

Perustamisvuosi

21,8 %

Toimitusjohtajan ja lähipiirin omistusosuus

71,1 MEUR (+7,2 % vs. 2021)

Liikevaihto 2022

66 % Suomi

16 % Ruotsi

12 % Norja

6 % Tanska

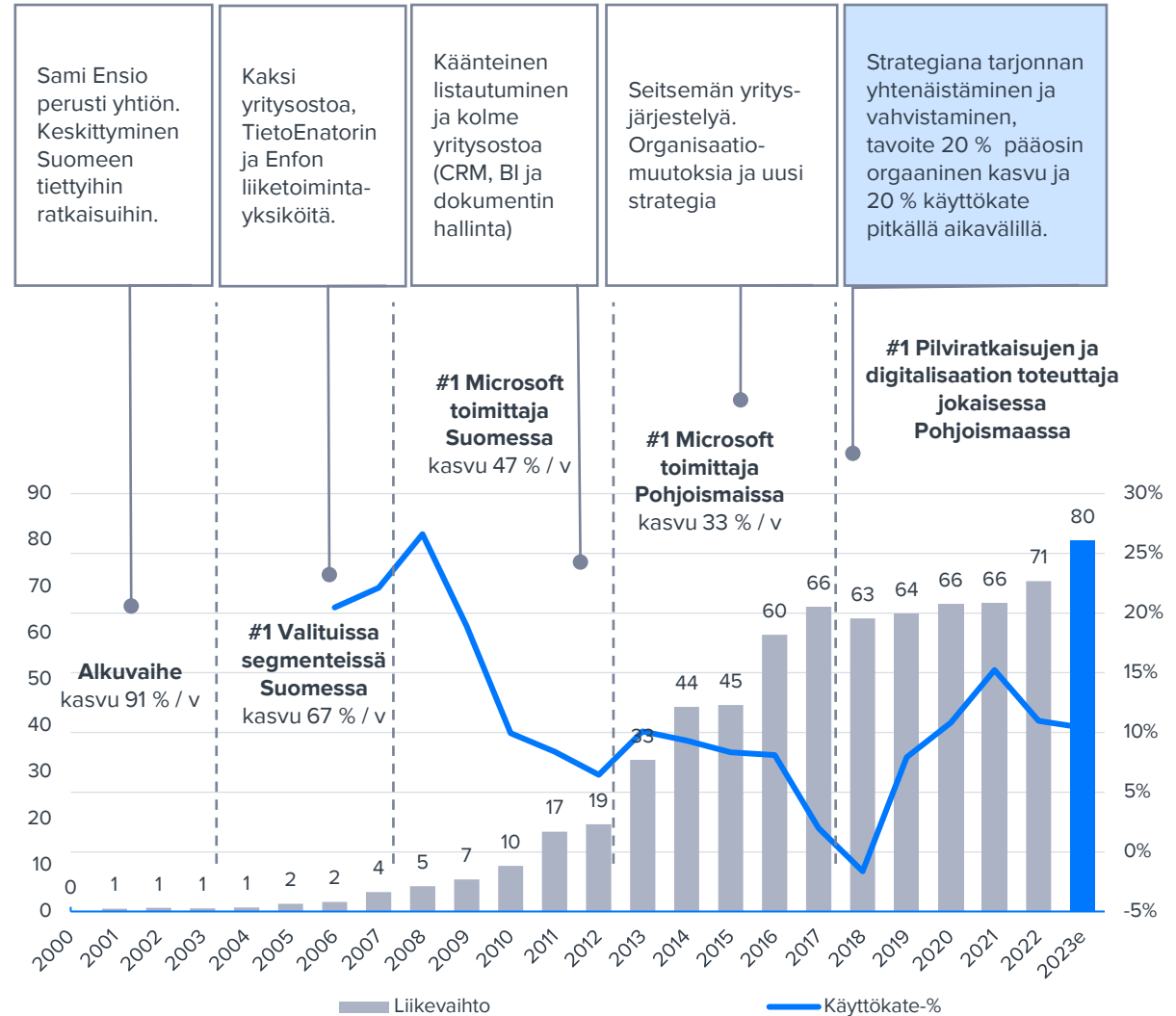
Maantieteellinen osuus liikevaihdosta

7,5 MEUR (11 % lv:sta)

Käyttökate (oik.) 2021

588 (6 % vs. Q2'22)

Henkilöstö Q2'23:n lopussa



Lähde: Innofactor / Inderes

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 1/3

Yhtiökuvaus

Yrittäjävetoinen Microsoft-asiantuntija

Vuonna 2000 perustettu Innofactor on yksi Pohjoismaiden johtavia Microsoft-ratkaisuihin keskittyneitä ohjelmistotoimittajia. Yhtiön liiketoiminta koostuu järjestelmäintegraattorina toimimisesta IT-projekteissa sekä omien ohjelmistotuotteiden ja -palveluiden kehittämisestä ja myynnistä. Yhtiössä työskentelee <600 henkilöä Suomessa, Ruotsissa, Tanskassa ja Norjassa.

Innofactorin nykyinen rakenne on syntynyt lukuisten yrityskauppojen seurauksena. Yhtiö listautui Helsingin pörssiin tekemällä käänteisen listautumisen hankkimalla Westend ICT:n osakekannan vuoden 2010 lopussa. Tämän jälkeen yhtiö on kasvanut nopeasti yrityskaupoin ja vuonna 2016 yhtiö sai Lumagate-yritysoston myötä tavoittelemansa kattavan pohjoismaisen alustan jatkolaajentumiselle. Operatiivisten haasteiden takia kansainväliseen kasvustrategiaan tuli kuoppa vuonna 2018. Tulokäänne parempaan alkoi kuitenkin vuonna 2019 ja on jatkunut isossa kuvassa hyvin, Suomen liiketoimintojen vetämänä. Kansainvälistymisen maltillinen käänne alkoi vuonna 2021 Norjan vetämänä, mutta laajempi käänne antaa vielä odottaa itseään.

Innofactorin perustaja Sami Ensio toimii yhtiön toimitusjohtajana sekä hallituksen jäsenenä ja on yhtiön suurin omistaja ~22 % omistusosuudella.

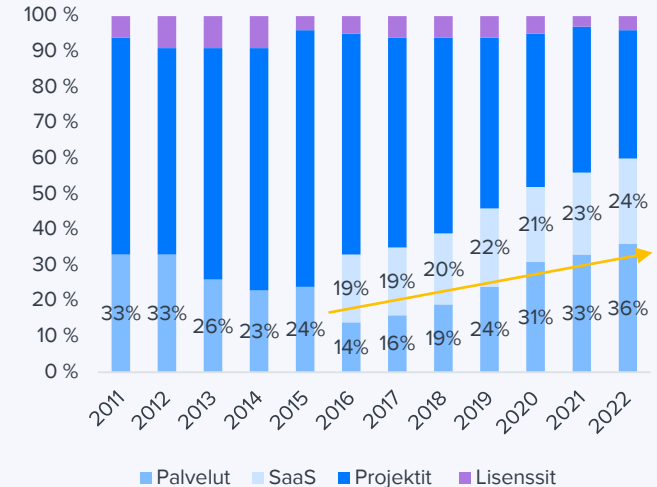
Läsnäolo kaikissa Pohjoismaissa

Innofactorin asiakkaina on yli 1000 yritystä, kolmannen sektorin ja julkishallinnon organisaatiota Suomessa, Ruotsissa, Tanskassa ja Norjassa. Kymmenen suurinta asiakasta toivat 27 % yhtiön liikevaihdosta vuonna 2022. Yhtiön

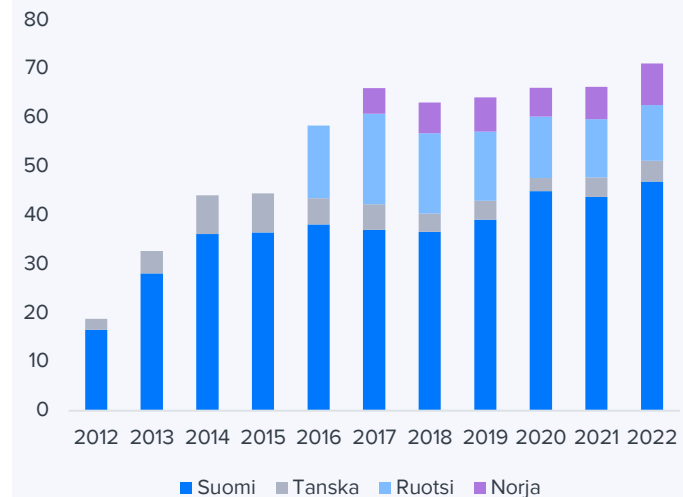
liikevaihto kasvoi viime vuonna 7 % 71 MEUR:oon, josta orgaaninen kasvu oli 4 %-yksikköä. Vuoden 2022 liikevaihdosta 53 % tuli yritysasiakkailta ja 47 % julkishallinnosta. Yhtiö tavoittelee yritysasiakasosuuden nostoa, mikä tukee keskihinnan nousua ja siten liikevaihdon kasvua sekä kannattavuutta. Maantieteellisesti yhtiö on historiassa laajentunut yritysostoin. Viime vuonna liikevaihdosta 66 % tuli Suomesta, 16 % Ruotsista, 12 % Norjasta ja 6 % Tanskasta. Suomen, Norjan ja Tanskan liikevaihto on viime vuosina kasvanut, kun Ruotsin liikevaihto on laskenut.

Lukuisten yrityskauppojen jälkeen Innofactor lähti vuonna 2017 rakentamaan erityisesti yhtenäistä pohjoismaista palvelu- ja tuotetarjontaa sekä pohjoismaista organisaatiota. Yhtiö kohtasi kuitenkin lukuisia haasteita ja yrityskauppojen synergioiden sijaan operatiiviset riskit realisoituivat. Vuonna 2019 yhtiö onnistui käynnistämään ripeän tuloskäänteeseen. Nyt yhtiö on kehitysvaiheessa, jossa perustaa ulkomailla laitetaan vielä kuntoon ennen laajempaa kasvua. Ymmärryksemme mukaan yhtiö haluaa edelleen vahvistaa ja yhtenäistää ulkomaan toimintojen tarjontaa sekä kokoluokkaa. Synergiat maiden välillä ovat arviomme mukaan vielä olleet suhteellisen pienet ja tätä halutaan myös parantaa jatkamalla yhtenäisen pohjoismaisen tarjoaman rakentamista. Yhtiö on viime vuosina yhtenäistänyt ja keskittänyt erityisesti hallintotehtäviä, nyt fokuksessa on tarjoama. Suomen liiketoiminta on ymmärryksemme mukaan ollut jo vuosia jopa hyvin kannattavaa. Yhtiöin kasvu- ja kannattavuustavoitteiden saavuttaminen vaatii myös muilta pohjoismailta kestävästä kasvusta, suurempaa kokoluokkaa ja sen ajamana parempaa kannattavuutta.

Liikevaihdon rakenne



Liikevaihto maantieteellisesti



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 2/3

Liiketoimintamalli

Microsoft-ekosysteemissä järjestelmäintegraattori

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

Transformaatio projektitalosta jatkuvaluonteiseen ja tuoteratkaisujen suuntaan

Liiketoimintamalliltaan Innofactor on IT-palveluyhtiö, joka toimittaa projekteina ja ylläpitää pääasiassa Microsoftin teknologioita. Lisäksi yhtiö on kehittänyt omia ohjelmistotuoteratkaisuja tukemaan palveluliiketoimintaa. Yhtiön tavoite pitkällä aikavälillä on panostaa liiketoiminnan skaalautuvuutta ja jatkuvuutta lisääviin tuotteistuksiin. Yhtiö on onnistunut lisäämään jatkuvan liikevaihdon osuutta selkeästi pitkällä aikavälillä. Vuonna 2022 liikevaihdosta 36 % (2018: 55 %) tuli toimitusprojekteista, 36 % (2018: 20 %) palveluista, 24 % (2018: 19 %) SaaS (mm. Azure-

pilvipalvelut) sekä 4 % (2018: 6 %) lisenssimyynnistä. Yhtiön tavoite on nostaa SaaS-liikevaihto 1/3-osaan liikevaihdosta.

Innofactor on kehittänyt omia ohjelmistotuotteita tukemaan pohjoismaista palveluliiketoimintaa. Microsoftin teknologioiden päälle rakennetut omat tuotteet tuovat kilpailuetua projektiliiketoimintaan ja lisäävät liiketoiminnan skaalautuvuutta. Suuri osa SaaS-liikevaihdosta on yhtiön omia tuotteita. Siten yhtiön omat tuotteet ja tuotteistetut palvelut tuovat tasaisen ja melko ison tulovirran jo nyt. Ohjelmistotuotteissa yhtiö hakee kasvua erityisesti Dynasty-tuotteesta ja ammattiyhdistys-ohjelmistosta. Lisäksi vielä pieniä, mutta tärkeitä ovat Virtual Datacenter ja Azuren ympärillä olevat ratkaisut ja niiden palveluiden myynti, joita osittain myydään yhdessä. Omien tuotteiden osalta kasvupotentiaalia on erityisesti ulkomailla.


IT-palveluiden laaja tarjoama

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



Projektit ovat yleensä suhteellisen lyhyitä riippuen projektin koosta. Jatkuvat sopimukset taas ovat tyypillisesti aluksi kolmen vuoden sopimuksia, jonka jälkeen ne jatkuvat toistaiseksi voimassaolevina tyypillisesti yli 10 vuotta, sillä asiakkaan on vaikeaa ja kallista vaihtaa / kilpailuttaa ylläpitoa Innofactorin ratkaisuihin. Siten ylläpidossa ei ole vastaavaa kustannuspainetta kuin hyvin vakioituissa ICT-palveluissa.




Liiketoiminta-alueet





Digitaaliset palvelut
Ohjelmistokehitys ja DevOps
Sovellusten ja datan modernisointi
Prosessien digitalisointi
Low Code -kehittäminen







Liiketoimintaratkaisut
Myynti ja markkinointi | CRM
Asiakaspalvelu
Talous ja toiminnanohjaus | ERP
Projekti- ja jäsenhallinta







Tiedon- ja asianhallinta
Yhteistoiminta ja intranet
Dokumentinhallinta ja säilytysratkaisut
Asianhallinta ja päätöksenteko
Sopimus- ja laadunhallinta







Data ja analytiikka
Data-alusta
Kehittynyt analytiikka ja BI
Master Data Management | MDM
Tekoäly, reaaliaikainen analytiikka ja IoT






Pilvi-infrastrukturi
Jatkuvat palvelut ja DevOps
Pilvitransformaatio
Hallintamalli ja automaatio
Migraatiot





Kyberturvallisuus
Kyberturvallisuusarviointi
Hybridityön turvallisuus
Alusta- ja sovellusturvallisuus
Identiteetin- ja pääsynhallinta | IAM

alle 



Noin 50 osaaajaa

Kumppanit



Microsoft ja muut
teknologiatoimittajat

Toiminnot

Rekrytointi



Myynti



Konsultointi ja
projektit



Jatkuvat palvelut ja tuki



Omat ohjelmistotuotteet
ja tuotekehitys



Liiketoimintaidea

Johtava pilviratkaisujen ja
digitalisaation toteuttaja

Pohjoismaissa

Moderni digitaalinen
organisaatio

Henkilökohtaisempi
digitaalinen
asiakaskokemus



Turvallinen
pilvialusta



INNOFACTOR®



Liiketoiminta-alueet

Digitaaliset palvelut



Liiketoimintaratkaisut



Tiedon- ja asianhallinta



Data ja analytiikka



Pilvi-infrastrukturi



Kyberturvallisuus



Korkeampi
operatiivinen
tuottavuus



Moderni
työntekijä-
kokemus



Datalähtöinen
liiketoiminta



Tavoitteet

- Innofactor ohjeistaa liikevaihdon ja käyttökateen kasvua vuonna 2023
- Pitkällä tähtäimellä tavoitteena noin 20 % kasvu ja 20 % käyttökatemarginaali

Kilpailu

accenture

tieto
EVRY

CGI

IT-generalistit

digia

GOFORE

SOLTEQ

LOIHDÉ

siili_

SOFIGATE

Keskisuuret
IT-markkinan
toimijat

futurice

Reaktor

VINCIT

INNOFACTOR®

Witted

SOLITA

Asiakassegmentit (2022)



Yritykset
53 %



Julkishallinto
47 %



66 %



16 %



12 %



6 %

Kustannusrakenne

500 hlö (2022)
63 m€ (2022)



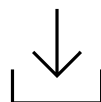
Henkilöstökulut
(68) %
kustannuksista)



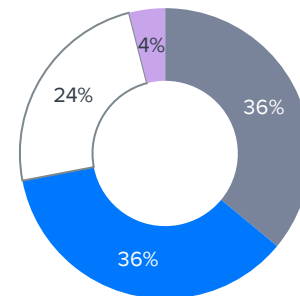
Alihankkijat ja
ostot
(16 %)



Liiketoiminnan
muut kulut
(11 %)



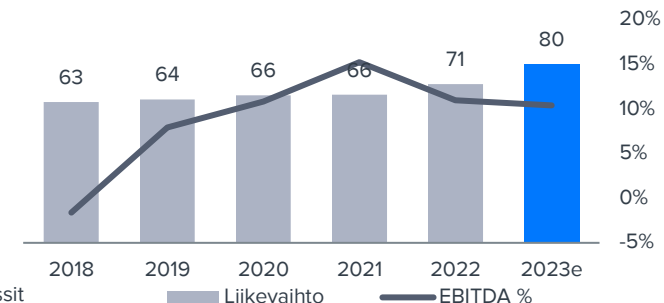
Poistot
(5 %)



■ Projektit ■ Palvelut □ SaaS ■ Lisenssit

Tulovirrat

Liikevaihto 71 m€ (2022)
Käyttökate 8 m€ (2022)



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 3/3

Asiakkuuden kannattavuus tyypillisesti paranee ajan mittaan. Kulupohjaa yhtiö on tehostanut hallintorakenteiden lisäksi rekrytoimalla etenkin nuoria osaajia viime vuosina. Tämä ratkoo samalla osaajapulaa ja palkkainflaatiopainetta.

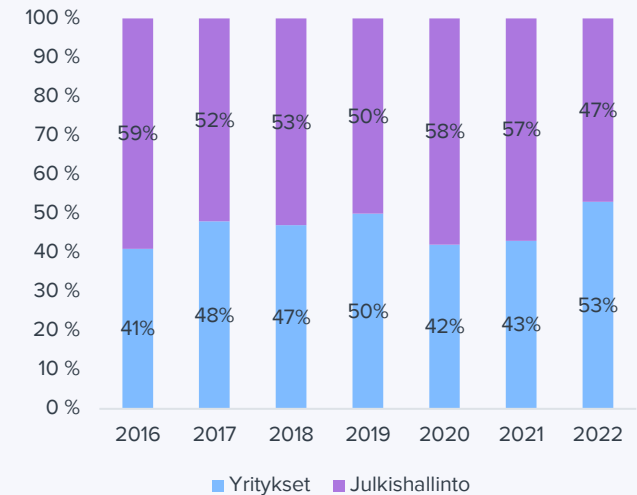
Innofactor tarkensi kaksi vuotta sitten tarjoamaa ja rakennetaan vastamaan paremmin nykyistä strategiaa. Innofactorin tarjooma sisältää seuraavat liiketoiminta-alueet: Digitaaliset palvelut, Liiketoimintaratkaisut, Tiedon- ja asianhallinta, Data ja analytiikka, Pilvi-infrastruktuuri ja Kyberturvallisuus. Digitaaliset palvelut työllistää noin 150 henkilöä ja on keskittynyt Suomeen. Liiketoimintakriittiset palvelut työllistävät noin 100 henkilöä ja tekoäly tulee kiihdyttämään kehitystä. Tiedon ja asian hallinta työllistää karkeasti 100 henkilöä ja sisältää yhtiön oman ja tärkeimmän Dynasty-tuotteen. Myös tässä tekoäly on keskeinen asia tulevaa kehitystä. Pilvi-infrastruktuuri alue työllistää noin 100 henkilöä ja haasteena on hintakilpailu sekä pilvi- transformaatiosta siirtyminen jatkuvaan kehitykseen. Data ja analytiikka - liiketoiminta työllistää myös karkeasti 100 henkilöä ja on yksi tärkeistä kasvualueista, mikä saa myös myötätuulta tekoälystä. Yhtiö vahvisti vuosi sitten data ja analytiikka osaamista [Invenco-yritysostolla](#). Kyberturva liiketoiminta työllistää parikymmentä henkilöä ja on ymmärryksemme mukaan edennyt odotuksia hitaammin, vaikka alue on ollut kuuma viimeiset vuodet. Kyberturvassa Innofactor hakee vielä sitä omaa kulmaa, jolla erottautua markkinalla. Yhtiön tavoitteena on ollut vahvistaa edelleen kyseisiä liiketoimintoja, etenkin Suomen ulkopuolella. Tämä ei kuitenkaan vielä ole laajemmin muissa maissa onnistunut ja uuden rakenteen hyötyjä haetaan vielä.

Omat tuotteet

Innofactorin nykyisessä strategiassa omien ohjelmistoratkaisujen rooli kasvaa ja yhtiö pyrkii olemaan vahvemmin tuotteiden päälle rakennettu jatkuvien palveluiden talo. Innofactorin omien tuotteiden lisenssimyynnin osuus liikevaihdosta oli viime vuonna ~2 % ja merkittävä osa omasta tuotemyynnistä näkyy SaaS-tuotoissa (24 %). Omien ohjelmistotuotteiden myynti on hyvin skaalautuvaa liikevaihtoa. Innofactor käytti omien ohjelmistotuotteiden tuotekehitykseen viime vuonna 4,2 MEUR, joka vastaa 6 % liikevaihdosta (2020: 3,5 MEUR ja 5 %). Arvioimme T&K-kulujen pysyvän samalla tasolla lähivuodet ja tekoäly tuo tähän tehokkuutta, mikä tarkoittaa, että jatkossa panostuksilla saadaan parempi hyötysuhde.

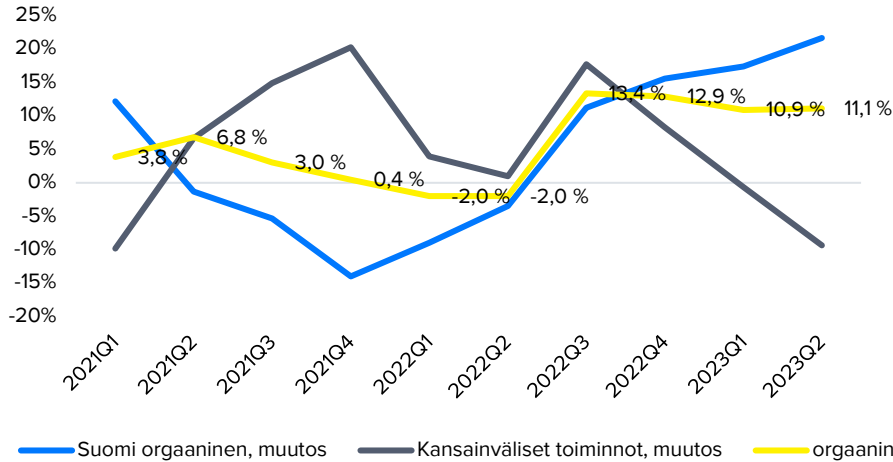
Eryteisesti Dynasty-tuotetta on viime vuosina uudistettu ja sen kysyntä on vahvaa ja kannattavuus hyvä. Tuotetta myydään tällä hetkellä lähinnä Suomessa, mutta Innofactor tekee toimenpiteitä laajentaakseen tuotteen myyntiä myös Ruotsiin, mistä yhtiöllä on tärkeä päänavaus, mutta markkina on selvästi haastavampi. Dynasty tuotteen liikevaihto muodostuu ymmärryksemme mukaan puoliiksi ohjelmistoista, joka on noin puolet SaaS liikevaihdosta, eli arvioimme mukaan reilu 8 MEUR ja hyvä katteista. Dynastyn toinen puolikas (8 MEUR) jakautuu ymmärryksemme mukaan palveluihin ja projekteihin, joka on matalakatteisempaa. Dynasty tuotteen T&K:n, myynnin ja toteutuksen parissa työskentelee noin 50 henkilöä. Käsityksemme mukaan Dynasty-tuote voisi itsenäisenä olla kohtuullisen suuri osa Innofactorin markkina-arvosta, mutta arvo on nähdäksemme piilossa konsernin sisällä ja sen tarkemman arvon haarukoiminen on hyvin haastavaa, koska sijoittajilla ei ole näkyvyyttä tarkemmin sen kannattavuuteen ja kehitykseen.

Liikevaihdon rakenne

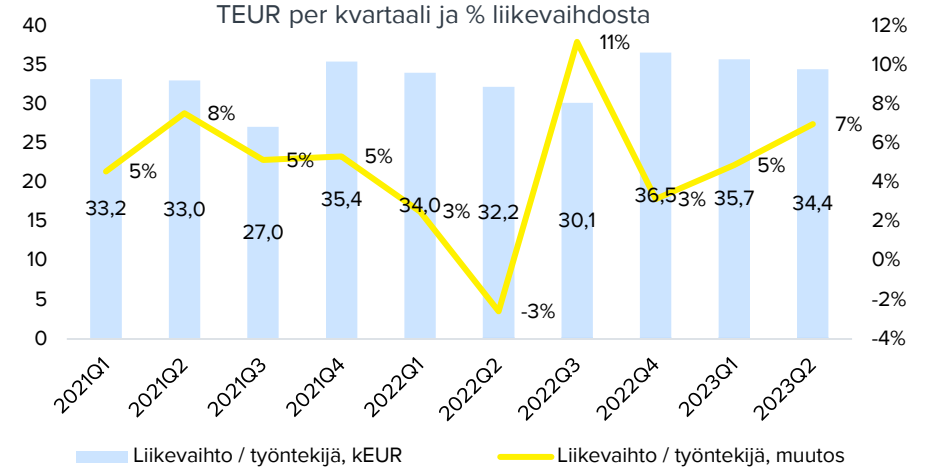


Keskeisiä tunnuslukuja

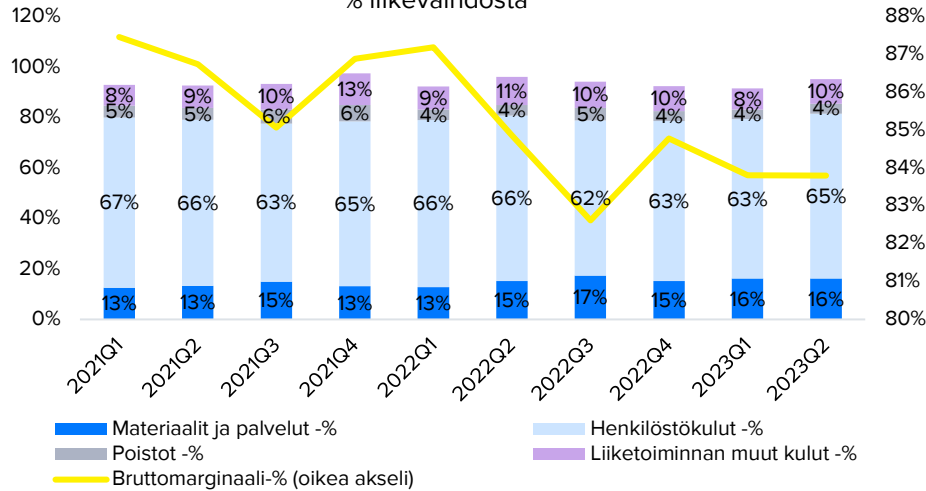
Liikevaihdon kehitys-%*



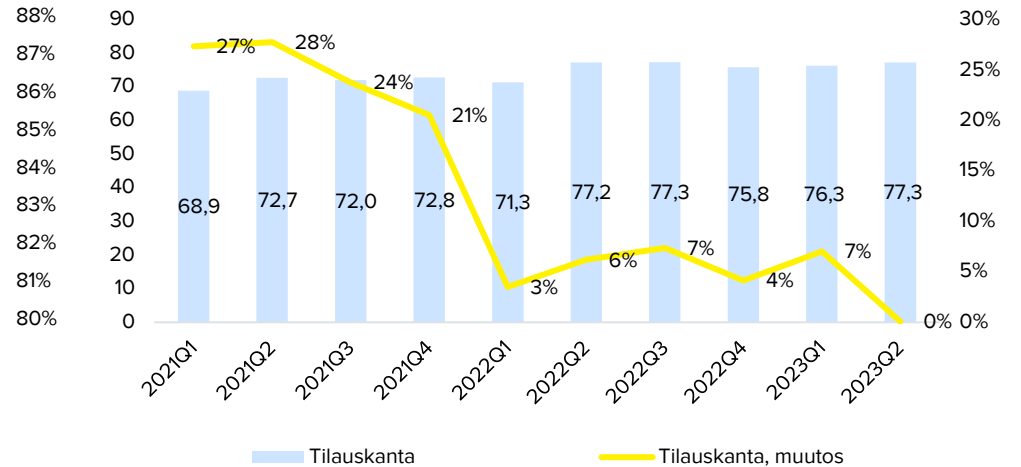
Laskutustehokkuus ja sen muutos**



Kustannusrakenne, % liikevaihdosta



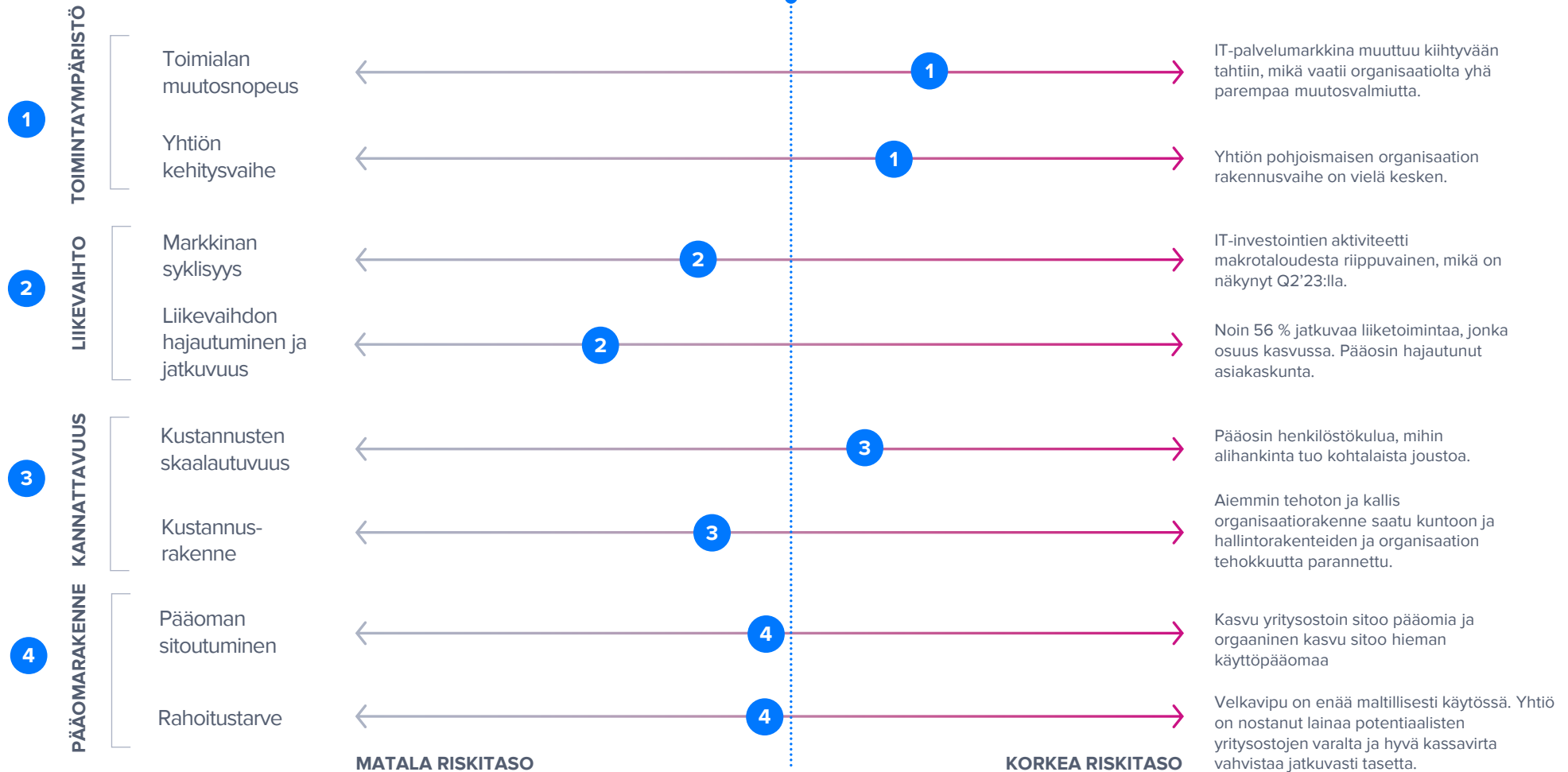
Tilaukanta



Lähde: Innofactor, Inderes. *Inderes laskelma liikevaihdon kasvusta ja perustuu yhtiön liikevaihtojakaamaan. Sisältää valuuttojen vaikutukset (heikko SEK ja NOK jo useamman neljänneksen). **Mittari on yhdistelmä laskutusasteiden, laskutettavien tuntihintojen ja ohjelmistojen kehityksestä.

Liiketoimintamallin riskiprofiili

Arvio Innofactorin liiketoiminnan kokonaisriskitasosta



IT-palvelumarkkina 1/8

Iso kokonaismarkkina

Pohjoismaiden (Ruotsi, Norja, Suomi, Tanska) IT-palvelumarkkinan koko oli eri tutkimuslaitosten mukaan noin 25 miljardia dollaria vuonna 2019. Suomen IT-palvelumarkkinan on puolestaan arvioitu jakaantuvan noin 3,5 miljardin euron yksityiseen ja noin 1,1 miljardin euron kokoiseen julkiseen sektoriin. Näkemyksemme mukaan markkina on kasvanut viime vuosina noin ennusteiden mukaista vauhtia eli markkina on arviomme mukaan noin 5,5 miljardin euron kokoluokassa. Markkina on suuri seuraamillamme listatuilla yhtiöillä riittää siellä tilaa kasvaa.

IT-palvelumarkkinan määritelmään kuuluvia osa-alueita ovat esimerkiksi IT-konsultointi, ohjelmistokehityspalvelut, integrointi- ja käyttöönottopalvelut, ulkoistuspalvelut, ohjelmistojen ylläpito- ja tuki sekä IT-infrastruktuuripalvelut. IT-palvelumarkkinan ja sen euromääräisen koon määritelmä jatkaa kuitenkin hämärtymistään, kun IT:n ja teknologian rooli jatkaa digitalisaation myötä nousua konehuoneesta liiketoiminnan ytimeen eri toimialoilla. IT-palveluyhtiöiden toimintakenttä risteääkin yhä vahvemmin uusien rinnakkaismarkkinoiden kanssa, joiden ei ole perinteisesti katsottu kuuluvan IT-markkinoihin. Näitä ovat esimerkiksi strategiakonsultointi, transformaatiojohtaminen ja palvelumuotoilu.

Markkinan kasvua vetävät digitaaliset palvelut

Perinteisten palveluosa-alueiden odotetaan eri arvioiden mukaan kasvavan keskimäärin 2-4 % vuosivauhtia. Uusien digitaalisten palveluiden odotetaan kasvavan jopa 10 % vauhtia riippuen

osa-alueesta, tosin niiden kysyntä on syklisempää. Markkinan kasvua hidastavat perinteisten infra- ja vanhemman sukupolven ohjelmistoratkaisuiden laskevat kysynät. Lisäksi perinteiset IT-järjestelmät modernisoituvat, joka on luonut ikään kuin näiden kahden osa-alueen väliin nopeasti kasvavan alueen.

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

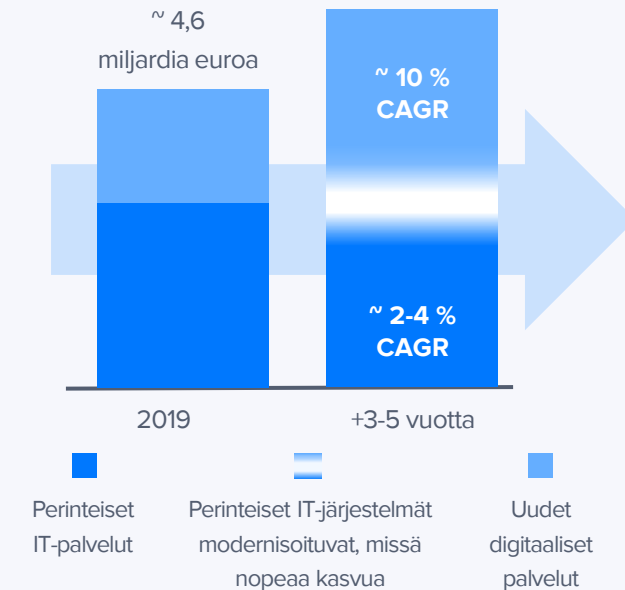
Markkinan pitkän aikavälin kasvunäkymät

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

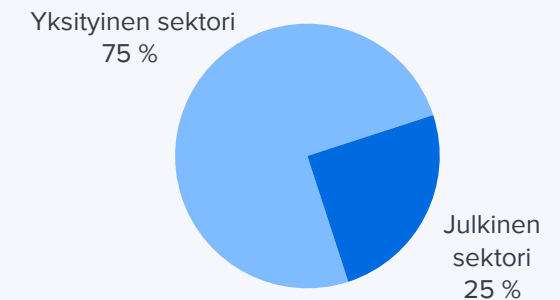
Suomen IT-markkina



Suomen markkina ja kasvukuva



Markkinan jakauma ostajaryhmittäin, 2019, % markkinasta



IT-palvelumarkkina 2/8

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

IT-investointien muuttuva luonne jakaa markkinaa

Jatkuvasti voimistuva digitalisaatiomurros käynnisti IT-markkinalla 2010-luvulla uuden aikakauden, joka on jakanut markkinaa uusiksi ja synnyttänyt uusia toimijoita markkinalle. Nopea markkinan muutos vaatiikin IT-yhtiöiltä kykyä sopeuttaa tarjontaa jatkuvasti.

Markkinalla 2010-luvulla alkanut siirtymä kohti IT-investointeja, joilla luodaan uutta liiketoimintaa ja erottumistekijöitä jatkuu edelleen, kun pelkän kustannustehokkuuden tavoittelu ei riitä kilpailussa. IT:n ostaja on tällöin usein liiketoiminta tai tuotekehitys, eikä tietohallinto ja tukitoiminnot.

Kysytyt osaamisalueet liittyvät kasvavassa määrin uusiin digitaalisiin palveluihin ja vähemmän taustajärjestelmiin. Markkinan murros loi voimakkaan kasvumahdollisuuden monille uuden aikakauden alkuperäisille toimijoille (mm. Futurice, Solita, Reaktor, Siili, Gofore ja Vinci), jotka ovat profiloituneet tarjoamiltaan uusien digipalveluiden kehittäjiksi. Perinteiset toimijat olivat aluksi hitaita mukauttamaan tarjoamiansa ja kulttuureitaan vastaamaan paremmin markkinan muuttuvaa ostokäyttäytymistä ja palvelualueiden kysyntää.

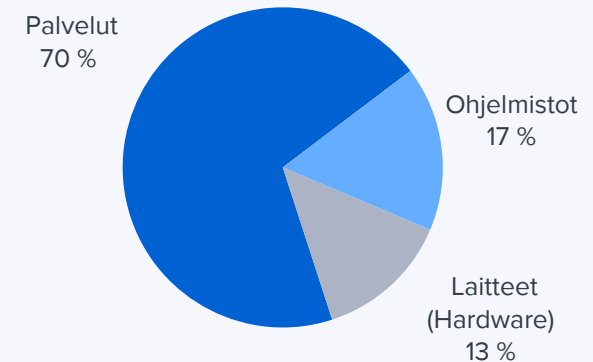
IT-palvelumarkkinan muutosta 2010-luvulla voidaan

havainnollistaa yksinkertaistettuna jakamalla markkina voimakkaasti kasvaneisiin uusiin digitaalisiin palveluihin sekä hiipuvaan perinteiseen tietojärjestelmäkehitykseen. Markkinan kahtiajako on nyt kuitenkin muuttumassa epärelevantiksi, sillä uusia digitaalisia palveluita ei voida käsitellä liiketoiminnan ydinjärjestelmistä erillisenä.

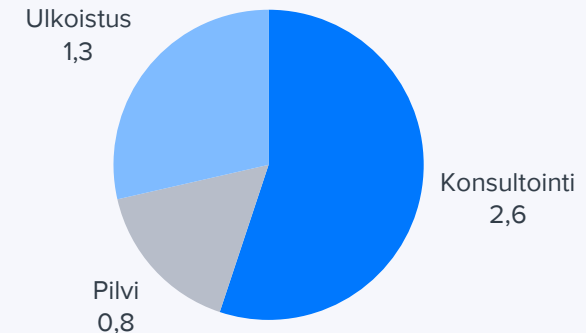
Selkeänä trendinä markkinalla onkin viime vuosina ollut IT-ostamisen vakavoituminen, kun asiakasorganisaatioissa on havaittu, että oikotietä digitalisaatioon ei pystytä hankkimaan ostamalla digisovelluksia tietohallinto ohittaen. Organisaatioiden vakiintuneet tietojärjestelmät eivät katoa, vaan niitä on modernisoitava toimimaan alustoina uusille digipalveluille. IT-investoinnit kohdistuvat uusiin toiminnallisuuksiin, joita rakennetaan rajapintaratkaisulla olemassa olevien järjestelmien päälle. Tämä trendi on vastaavasti palauttanut kilpailuetua perinteisemmille toimijoille, kun taas monet, pääasiassa osajahankinnalla menestyneet digipalveluiden kehittäjät ovat joutuneet arvioimaan strategioitaan uudelleen. Asiakasorganisaatioiden digitaalisen maturiteetin kasvun myötä niistä on tullut myös vaativampia ostajia ja lisäksi ne ovat itse aktivoituneet rakentamaan omia ohjelmistokehitystiimejä.

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

Suomen IT-markkina, 2019, miljardia euroa



Suomen IT-palvelumarkkina, 2019, miljardia euroa



Lähde: Radareco Nordic Outlook 2019

IT-palvelumarkkina 3/8

Markkinassa kolme erilaista aluetta

Olemme jakaneet IT-palvelumarkkinan kolmeen eri osioon seuraavasti:

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

IT-taustajärjestelmien ja yritysohjelmistojen markkina, joka käsittää laajasti ERP:n ja siihen liitännäiset järjestelmät kattaen pääasiassa valmisohjelmistojen toimituksen, räätälöinnin, integraation ja ylläpidon. Tällä markkinalla Suomessa tunnettuja toimijoita ovat esimerkiksi Innofactor, Enfo, Solteq, Digia, Sofigate, Fellowmind, Vincit (Bilot-fusionin jälkeen) sekä erityisesti IT-generalistit kuten Tietoevry ja CGI. Tällä alueella markkinan kasvu on ollut hidasta ja ominaista on korkea alalle tulon kynnyks. Vanhojen järjestelmien modernisoituminen on kuitenkin myös luonut markkinalle nopeasti kasvavia taskuja.

IT-alustojen markkina, joka kattaa pääasiassa infrastruktuuripalvelut (paikallinen, hybridi ja pilvi) sekä ICT-ulkoistuksen. Tämä markkina on ollut lähinnä generalistien (kuten Tietoevry, Fujitsu) vahvuus ja alalle tulon kynnyks korkea, koska markkina on edellyttänyt skaalaetuja ja investointeja. Pilvimurroksen myötä markkinalla on kuitenkin käynnissä uusjako, mikä on synnyttänyt uusia nopeasti kasvavia toimijoita (kuten

Nordcloud) ja apajilla ovat myös monet keskisuuret IT-konsultit (kuten Gofore, Siili ja Enfo). Tällä markkinalla on nopeasti hiipuvia (paikallinen infra) ja rajusti kasvavia alueita (pilvialustat).

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

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

Selkeä suuntaus sektorin toimijoilla on myös elinkaariajattelu, sillä monet uudet toimijat pyrkivät nyt rakentamaan kyvykkyyden tarjota ohjelmistoylläpitoa. Lisäksi asiakkaiden ostaminen jatkaa siirtymää ohjelmistokehitysprojekteista kohti jatkuvaa ohjelmistokehitystä, mikä muuttaa markkinan luonnetta.

Yhteistä kaikkien keskisuurten ja suurten toimijoiden strategioille on myös pyrkimys liiketoimintakriittisemmän kumppanin asemaan asiakkaissa. Pienten ohjelmistokehittäjäalojen osaaminen ja tarjonta ei tällöin yksinään ulotu riittävän syvälle asiakkaan IT-järjestelmiin ja prosesseihin. Tämä kehitys voi osaltaan kiihdyttää

markkinan konsolidaatiota. Markkinan osoittaessa heikkoutta vahvimmat asiakassuhteet omistavat yhtiöt pärjäävät tyypillisesti parhaiten, kuten vuosien 2022-23 heikommassa markkinaympäristössä.

Näemmekin Suomen IT-palvelumarkkinan kehittyvän voimakkaammin suuntaan, jossa perinteisten ja uusien toimijoiden tiet risteävät ja raja uuden ja perinteisen IT:n välillä jatkaa hämärtymistään.

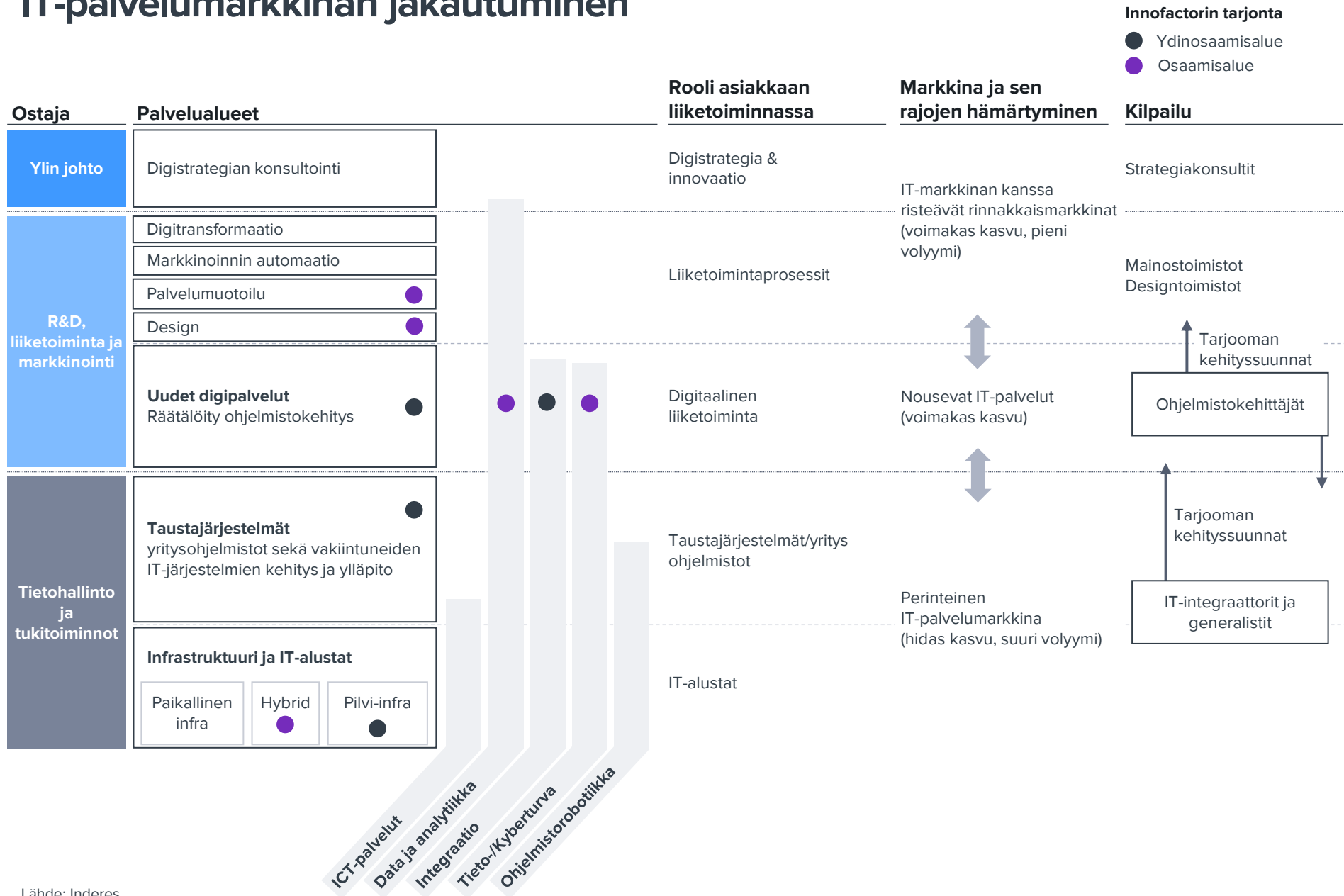
Taustajärjestelmäosaaminen tekee paluuta ja niihin liittyvää dataa tulee osata hyödyntää

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

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

Taustajärjestelmissä ja ylläpidossa kilpailukenttä on huomattavasti vakiintuneempi, alalle tulon kynnyks korkeampi ja asiakassuhteet pitkäkestoisia.

IT-palvelumarkkinan jakautuminen



IT-palvelumarkkina 4/8

Lisäksi taustajärjestelmiin vaadittavien kyvykkyyksien rakentaminen on vaikeaa. Tämä suuntaus elinkaariajatteluun on puhtaiden digipalveluiden kehittäjien yksi haaste kilpailussa generalisteja vastaan.

Trendit organisaatioiden IT-ostamisessa

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

Data ja analytiikka on yksi markkinan kuumimmista trendeistä. Datasta on tulossa yhä useammalla toimialalla strateginen kilpailutekijä ja edellytys tekoälyratkaisuille. Useat toimijat ovat nostaneet sen keskiöön strategioissaan. Haasteena asiakkailla on yhdistää data siiloutuneesta tietohallinnosta läpi koko organisaation markkinointiin ja liiketoimintajohtoon. Voittajia ovat IT-yhtiöt, joilla on yhdistettynä analytiikan, koneoppimisen ja liiketoiminnan ymmärrystä. Innofactor vahvisti viime vuonna kyseistä osaamista yritysostolla.

Tietoturva on vielä suhteellisen pieni osa IT-palvelutoimittajien tarjoamissa, mutta se on datan tavoin nousemassa yhä vahvemmaksi kilpailutekijäksi. Tekoälyn kehitys antaa myötätuulta myös tietoturvan kysynnälle. Ostajat keskittyvät yhä enemmän tietoturvaan ja tämän osaamisen puuttuminen on toimittajalle selkeä maineriski. Geopoliittinen tilanne on entisestään lisännyt kysyntää. Useat sektorin yhtiöt investoivat parhaillaan tietoturvakyvykkyyksiinsä. Innofactor on myöskin panostanut tietoturvaan ja perusti H1'21:llä tähän oman yksikön.

Automaatio ja ohjelmistorobotiikka ovat myös nousemassa palvelualueina tärkeämpään rooliin. Automaatio mahdollistaa tuottavuuden parantamisen, joustavuuden, skaalautuvuuden ja paremman laadun sekä asiakaskokemuksen ilman

suuria ja kalliita järjestelmähankkeita. Useat sektorin yhtiöt ovat kehittäneet tai hankkineet tätä osaamista (mm. Digital Workforce on alan pioneeri).

Tekoälyosaamisen (AI) markkina on ollut nopeassa kasvussa viime vuodet, eikä se ole enää pelkkä muutisana. Viimeaikoina markkina on ottanut nopeita harppauksia mm. ChatGPT:n kaltaisten teknologioiden saralla ja lähes kaikki toimijat pyrkivät hyödyntämään tekoälyä.

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

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

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

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

Käyttäjäkeskeisyyden ja asiakaskokemuksen nousu jatkuu. Tärkeitä alueita ovat esimerkiksi digitaalinen palvelumuotoilu, design ja asiakaskokemus. Osaaminen näillä alueilla nousee

tärkeämmäksi kilpailutekijäksi IT-toimittajaa valitessa. Hyötyjiä ovat olleet luovat ja design-keskeiset toimijat.

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

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

Pilvimurros jakaa markkinaa, vaikka kovin siirtymä alkaa olemaan takanapäin. Asiakkaiden IT-toimintoja viedään edelleen pilveen hyötyjen takia ja siksi, että se on usein edellytys uusille digitaalisille liiketoimintamalleille. Hyötyjiä ovat ne, joilla on vahvaa omaa osaamista pilviteknologioissa. Häviäjiä ovat perinteisen paikallisen IT-infrastruktuurin toimittajat. Suurin pilvisiirtymä alkaa olemaan takanapäin Pohjoismaissa ja nyt aletaan siirtymään jatkuvaluonteiseen pilvipalveluun/ylläpitoon.

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

IT-palvelumarkkina 5/8

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

Halvimpien offshore-resurssien merkitys kilpailutekijänä heikentyy, sillä uusia digitaalisia palveluita on vaikea toteuttaa luotettavasti, riittävän nopeasti ja kustannustehokkaasti offshore-resursseilla. Ohjelmistorobotiikkaja tekoäly heikentää edulliseen työvoimaan pohjautuvaa kilpailuetua. Lisäksi off-shoren hintaetu on pienentynyt voimakkaamman palkkainflaation myötä. Häviäjiä ovat toimijat, joiden kilpailukyky on perustunut offshoren kustannustehokkuuteen. Hyötyjiä ovat toimijat, jotka pystyvät yhdistämään paikallisen läsnäolon ja saavuttamaan riittävän kustannustehokkuuden nearshore-resursseilla.

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

IT:n hankkiminen suurina projekteina vähenee edelleen ja siirtyy kohti pienempiä, iteroivia prosesseja sekä jatkuvaa kehitystä. Häviäjiä ovat

hidasliikkeiset projektiorganisaatiot. Hyötyjiä ovat toimijat, joilla on osaamista ketterään tuotantoon, kyky hallita useiden eri toimittajien palveluita sekä kyvykkyydet jatkuvien palveluiden tuottamiseen.

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

IT-investoinnit siirtyvät asiakkaan liiketoiminnan tukiprosesseja tehostavista investoinneista kohti liiketoiminnan ydinprosesseja tai itse lopputuotetta parantaviin investointeihin. Häviäjiä ovat liiketoiminnan tukiprosesseja ja ERP-sidosryhmiä perinteisesti palvelleet toimijat. Hyötyjiä ovat uusien digitaalisten palveluiden kehittäjät, joilla on teknistä osaamista, taustajärjestelmien osaamista sekä liiketoimintaymmärrystä.

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

Osaajapula, palkkainflaatio ja asiakashinnat ovat pähkinä ratkottavaksi sektorilla

Näkemyksemme mukaan krooninen osaajapula ja asiakashintojen nousua voimakkaampi palkkainflaatio on yksi sektorin keskipitkän ja pitkän aikavälin keskeisistä haasteista. Tehokkuutta jatkuvasti parantamalla tämän yhtälön ratkominen käy ajan myötä yhä haastavammaksi. Erityisesti senioritason päässä on kyettävä erottautumaan muilla kuin palkkaan liittyvillä tekijöillä. Tällaisina tekijöinä pidämme muun muassa mielenkiintoisia asiakasprojekteja ja oman

urakehityksen kannalta hyvää työympäristöä. Osaajista on myös kyettävä pitämään kiinni ja henkilöstön vaihtuvuus minimoimaan. Osaajapulaa ollaan viime vuosina sektorilla ratkottu lisäämällä ja rakentamalla alihankintaverkostoja.

Palkkainflaatio on eri yhtiöiden kanssa käymiemme keskusteluiden perusteella ollut vuosina 2020-2023 2-6 % välillä osaamispainotuksesta riippuen. Tietoevryn palkkainflaatio oli keskimäärin 4 % vuonna 2022, mikä on sektorin muita kommentteja matalampi. Vuonna 2023 Tietoevry odottaa palkkainflaation olevan keskimäärin 4-5 % Lyhyemmällä aikavälillä hidastunut kysyntätilanne hillitsee palkkainflaatiota, kun heikossa taloussympäristössä vaihtuvuus tyypillisesti pienenee, mutta samanaikaisesti korkea inflaatio aiheuttaa lisäpainetta palkankorotuksille. Osittain tätä pyritään hillitsemään maantieteellisesti halvempaa työvoimaa käyttäen, mikä ei kuitenkaan pitkällä tähtäimellä ole kestävä ratkaisu ongelmaan. Goforen työehtosopimus, jossa palkankorotukset on sidottu orgaanisen kasvun ja kannattavuuden kehitykseen on mielestämme yksi keinoista hallita palkkainflaatiota.

Asiakashintojen kehitys on vuosien ajan ollut sektorien kommenttien perusteella 0-2 % ja näin ollen selvästi palkkainflaatiota maltillisempaa. Henkilöstökulut vastaavat sektorilla karkeasti noin 2/3-osaa kuluista ja vertailu palkkainflaation kanssa ei täten mene yksi yhteen, mutta efekti on edelleen negatiivinen lähes kaikilla sektorin toimijoilla. Peukalosääntönä asiakashinnat ovat korkeammat yksityisellä sektorilla, kun taas julkisen sektorin sopimukset ovat perinteisesti pitkiä ja tarjoavat sitä kautta jatkuvuutta sekä ennustettavuutta, mikä mahdollistaa laskutusasteiden paremman hallinnan.

IT-palvelumarkkina 6/8

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

Markkinan tulevilta voittajilta odottamme piirteet

IT-markkinan selkeimpiä voittajia viimeisen viiden vuoden aikana ovat olleet uusien digipalveluiden kehitykseen erikoistuneet yhtiöt, jotka ovat menestyneet etenkin osaajakilpailussa. Nyt digipalveluiden markkina on saavuttanut selkeästi kypsemmän vaiheen ja seuraava taistelu käydään muuallakin kuin puhtaasti osaajakilpailussa. Näkemyksemme mukaan sektorin menestystekijät muuttuvat ja voittajia seuraavan viiden vuoden aikana ovat:

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

Yritykset, jotka pystyvät vahvemmin

yhdistämään myös junioriresurssit, pystyvät arviomme mukaan kasvamaan vahvemmin ja kannattavammin. Tästä hyvä esimerkki on tanskalainen IT-palveluyhtiö Netcompany. Osittain junioriresurssien laajempi käyttö Suomessa vaatii muutosta myös ostajissa (ts. pois CV-mallista ratkaisuostamiseen).

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

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

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

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

Kilpailukyvyyn lähteet markkinalla

- Nyt erityisen tärkeitä on myyntitoiminto
- Jatkuva uudistumiskyky
- Kyky rekrytoida keskkipitkällä ja pitkällä aikavälillä
- Elinkaaritarjoama
- Kuumat osaamisalueet:
 - Transformaatiokyvykyys
 - Datan hyödyntäminen
 - Tietoturva
- Ketteruus ja nopeus
- Osaajien kyvykkyydet (CV)

Lisäarvo markkinalla

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

IT-palvelumarkkina 7/8

Yrityskaupat ja konsolidaatio sektorilla jatkuu

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

Issossa kuvassa pääosalla sektorin yhtiöistä kiinnostus yritysjärjestelyihin on suuri. Konsolidaatiota ajaa halu osaamisportfolion laajentamiseen, maantieteelliseen laajentamiseen ja puhtaasti toimituskapasiteetin kasvattamiseen. Näkemyksemme mukaan pääosalla sektorin yhtiöstä ei kuitenkaan ole kriittistä tarvetta yritysostoille, vaan tarvetta ajavat muut asiat, kuten strategiset tavoitteet. Pelkästään kasvu on verrattain ”huono” syy yritysostoille ja suurin hyöty tulee näkemyksemme mukaan osaamisportfolion laajentamisen myötä, mikä vahvistaa kilpailukykyä sekä tuottaa liikevaihtosynergioita. Yritystoston onnistumiseksi on tärkeää, että strategiat ja kulttuurit sopivat yhteen.

Pääosalla sektorin yhtiöistä on vahvat taseet ja

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

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

Pääomasijoittajat ovat myös edelleen aktiivisia ja rakentavat IT-osaajataloja. Pari vuotta sitten Triton osti Ruotsissa listatun HiQ:n. Lisäksi useat pääomasijoittajat ovat jatkaneet pienempien IT-palveluyhtiöiden konsolidointia.

Digipalveluiden kehityksen markkinan siirtyessä nyt kypsempään vaiheeseen ja IT-markkinan eri osa-alueiden yhdentyessä on laajempi konsolidaatio todennäköistä, kuten Tiedon ja EVRYn sekä KnowITn ja Cybercomin fuusiossa

nähtiin. Kiinnostava skenaario voisi olla kahden keskimarkkinan toimijan yhdistäminen vahvemmaksi haastamaan suuria generalisteja, kuten Bilotin ja Vincitin fuusio. Näkemyksemme mukaan yhdistymisessä tulisi olla selkeitä liikevaihtosynergioita ja kilpailuetua vahvistavia tekijöitä. Suomen markkinassa on näkemyksemme mukaan listaamattomia toimijoita, joiden osaamispainotus, maantieteellinen läsnäolo ja asiakasportfolio sopisivat yhteen listattujen toimijoiden kanssa.

Selkeitä osaamisalueita, joita on viime vuosina hankittu tarjoaman vahvistamiseksi ovat neuvonanto, transformaatiojohtaminen, data ja analytiikka sekä robotiikkaa hyödyntävä automaatio osaaminen. Kyberturvaosaamista haluttaisiin, mutta ostokohteiden arvostukset rajoittavat arviomme mukaan transaktioita. Järjestelyjä on tehty myös toimituskapasiteetin takia, mutta etenkin tällä hetkellä, rekrytointimarkkinan ollessa helpompi, ovat yhtiöt varovaisempia tekemään järjestelyjä pelkän kapasiteetin vuoksi.

Innofactorilla yritysostot olivat historiassa merkittävä osa strategiaa. Nyt yritysostojen rooli on pienentynyt, mutta edelleen osa strategiaa.

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

1=matalin, 5=korkein.

Lähde: Inderes arvio

IT-palvelumarkkina 8/8

Viimeisten tuloskausien huomiot

Asiakaskysynnän epävarmuus realisoitui laajemmin sektorilla Q2:lla, mutta kehitys oli jopa aiempaa kaksijakoisempaa. Yhtiöt, joilla räätälöidyllä ohjelmistokehityksellä ja yksityisellä sektorilla on suuri paino kärsivät suhteellisesti enemmän. Raportoitujen lukujen osalta nähtiin lähinnä negatiivisia yllätyksiä, mikä on myös näkynyt muutosneuvottelujen ja tulosvaroitusten muodossa. Ennustamme kaksijakoisuuden jatkuvan vuonna 2023, mutta kysyntänäkymän pysyvän kokonaisuutena vaisumpana vuonna 2023 yksityisellä sektorilla, kun taas julkisen sektorin kysynnän arvioimme pysyvän hyvällä tasolla.

IT-palvelusektorin yhtiökohtaiset Q2-luvut ovat nähtävissä oikealla taulukosta. Keskeisiä huomioita sektorilta viime neljänneksiltä ovat:

- Orgaaninen kasvu hidastui selvästi Q2'23:lla ja oli 0 % (Q1: 10 %). Osaltaan heikompaan kehitykseen vaikutti yksi työpäivä edellisvuotta vähemmän, kun taas Q1:llä oli yksi työpäivä edellisvuotta enemmän.
- Kannattavuus Q2:lla heikkeni 5 %:iin Q1:n tasolla 9 %:sta (Q2'22 5 %). Kannattavuudet jäivät odotuksista pääosalla sektorin yhtiöistä.
- Heikon markkinan ajamana kesällä ollaan nähty useita muutosneuvotteluita ja tulosvaroituksia.
- Koko IT-palvelusektorin Q2'23-yhteenveto katsottavissa [tästä](#), Q1'23-yhteenveto katsottavissa [tästä](#) ja Q4'22-yhteenveto [tästä](#).

Sektorin lyhyen aikavälin näkymät

IT-palvelusektorin yhtiökohtaiset 2023 ennusteet ovat nähtävissä oikealla taulukosta. Keskeisiä

huomioita lyhyen aikavälin näkymistä:

- Lyhyellä aikavälillä markkinassa on selvää epävarmuutta joka on jo osalla yhtiöistä realisoitunut kysynnän hiipumisena sekä hintakilpailuna.
- Nyt pärjäävät yhtiöt joilla on jatkuvaluonteista liikevaihtoa (pidemmät tilauskirjat), syvät ja strategiset asiakassuhteet, ovat julkisella sektorilla, pitkiä sopimuksia, toiminnanohjaustekemistä ja yleisesti ne, jotka tekevät asiakkaiden liiketoimintakriittisiä ratkaisuja. Heikommin taas pärjäävät yhtiöt, joilla on yksityisellä sektorilla ja ohjelmistokehityksellä suuri paino.
- Isossa kuvassa voidaan osin sanoa, että kilpailu on siirtynyt ensimmäistä kertaa todella moneen vuoteen tekijöistä asiakkaisiin. Arvioimme tämän kuitenkin olevan väliaikaista.
- Laskeva vaihtuvuus ja asiakaskysynnän epävarmuus hillitsee todennäköisesti voimakkainta palkkainflaatiota. Odotammekin palkkainflaation myös maltillistuvan lyhyellä aikavälillä sektorin tasolla Osalla yhtiöistä vaihtuvuus jopa laskee palkkainflaatiota.
- Tekoäly on myös ollut kuuma puheenaihe, ja osaltaan se kiinnostaa erityisesti tässä markkinatilanteessa, koska sillä on mahdollista saavuttaa asiakkaalle kustannussäästöjä ja tehostaa myös toimittajien työtä. Kokonaisuudessa tekoälyllä on kuitenkin toistaiseksi yhä pieni rooli. Lähivuosina avaa se kuitenkin uusia kasvumahdollisuuksia. IT-palveluyhtiöiden on kuitenkin arvioimme mukaan isossa kuvassa vaikeata hakea tekoälystä selvää kilpailuetua toisiinsa.

	Q2'23	Kasvu, %	Q2'23	
			Orgaaninen kasvu, %	EBITA-% oik.
			Q2'23	Q2'22
Digia	16 %	9 %	7,1 %	5,0 %
Digital Workforce*	5 %	-3 %	1 %	-13,4 %
Gofore	28 %	22 %	11,3 %	15,0 %
Innofactor	19 %	11 %	5,2 %	4,0 %
Loihde	15 %	0 %	-2,2 %	1,8 %
Netum*	11 %	6 %	5,7 %	11,0 %
Siili	7 %	3 %	5,2 %	10,0 %
Solteq	-20 %	-8 %	-13,7 %	3,0 %
Tietoevry	-6 %	-6 %	10,5 %	11,0 %
Vincit	36 %	-7 %	-1,7 %	5,0 %
Witted	25 %	-4 %	-1,4 %	-0,4 %
Keskiarvo	12 %	2,2 %	2,3 %	4,7 %
Mediaani	15 %	-0,2 %	5,2 %	5,0 %

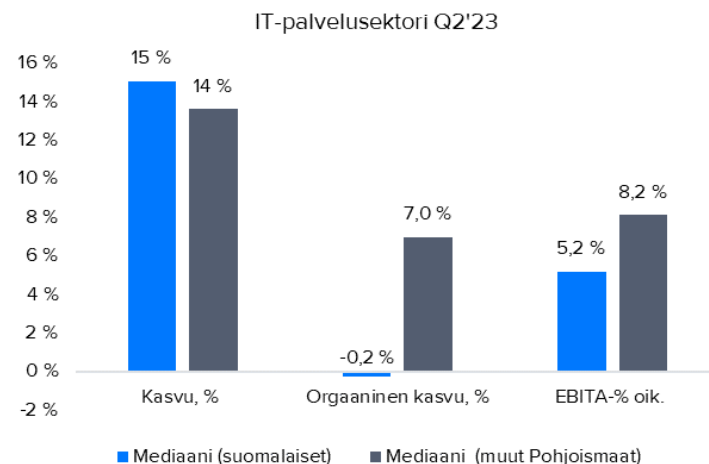
Lähde: Yhtiöt ja Inderes.

	2023e (Q2-raportin jälkeen)		
	Kasvu, %	Orgaaninen kasvu, %	EBIT-% oik.
Digia	11 %	7 %	9,2 %
Digital Workforce	3 %	1 %	2,1 %
Gofore*	29 %	24 %	13,9 %
Innofactor	12 %	9 %	6,9 %
Loihde	10 %	0 %	1,1 %
Netum*	30 %	14 %	8,8 %
Siili	6 %	2 %	6,9 %
Solteq	-13 %	-4 %	-4,0 %
Tietoevry	-2 %	0 %	13,2 %
Vincit	17 %	-1 %	4,1 %
Witted	25 %	4 %	0,2 %
Keskiarvo	11,6 %	5 %	5,7 %
Mediaani	10,7 %	2 %	6,9 %

Lähde: Inderes, *Goforen ennuste heinäkuun liikevaihtotiedotteen jälkeen

Pohjoismainen IT-palvelumarkkina Q2:lla

Q2'23	Kasvu, %	Q2'23		Liikevaihto vs. odotukset	EBITA-% vs. odotukset	
		Orgaaninen kasvu, %	EBITA-% oik.			EBITA-% oik.
		Q2'23	Q2'22			Q2'22
Digia	16 %	9 %	7,1 %	5,0 %	Ylitti	Alitti
Digital Workforce*	5 %	-3 %	1 %	-13,4 %	Alitti	Linjassa
Gofore	28 %	22 %	11,3 %	15,0 %	Linjassa	Alitti
Innofactor	19 %	11 %	5,2 %	4,0 %	Linjassa	Alitti
Loihde	15 %	0 %	-2,2 %	1,8 %	Linjassa	Alitti
Netum*	11 %	6 %	5,7 %	11,0 %	Alitti	Alitti
Nixu						
Siili	7 %	3 %	5,2 %	10,0 %	Linjassa	Linjassa
Solteq	-20 %	-8 %	-13,7 %	3,0 %	Alitti	Alitti
Tietoevry	-6 %	-6 %	10,5 %	11,0 %	Alitti	Alitti
Vincit	36 %	-7 %	-1,7 %	5,0 %	Linjassa	Linjassa
Witted	25 %	-4 %	-2,6 %	-0,4 %	Alitti	Alitti
Avensia	-8 %	-8 %	-6,5 %	0,6 %		
Addnode	4 %	1 %	7,1 %	10,3 %		
Bouvet	14 %	14 %	11,0 %	12,5 %		
Columbus	11 %	16 %	2,2 %	2,0 %		
CombinedX	19 %	7 %	10,1 %	7,8 %		
Exsitec	13 %	7 %	16,3 %	12,9 %		
Knowit	-2 %	-2 %	4 %	8,5 %		
Netcompany	14 %	14 %	10 %	11,9 %		
NNIT	15 %	11 %	5,9 %	-4,8 %		
Webstep	16 %	16 %	9,2 %	8,5 %		
Keskiarvo (suomalaiset)	12 %	2,2 %	2,3 %	4,7 %		
Mediaani (suomalaiset)	15 %	-0,2 %	5,2 %	5,0 %		
Keskiarvo (muut Pohjoismaat)	10 %	6,9 %	6,9 %	7,0 %		
Mediaani (muut Pohjoismaat)	14 %	7,0 %	8,2 %	8,5 %		
Keskiarvo	11 %	4,3 %	4,5 %	5,8 %		
Mediaani	14 %	4,5 %	5,7 %	7,8 %		



	Julkiset muutosneuvottelut	Liikevaihto-ohjeistuksen lasku	Tulosohjeistuksen lasku
Digia	Ei*	Ei	Ei
Digital Workforce	Ei	Ei	Ei
Gofore	Ei	Ei ohjeistusta	
Innofactor	Ei	Ei	Ei
Loihde	Ei*	Kyllä	Ei
Netum	Ei	Kyllä	Kyllä
Siili	Kyllä	Kyllä	Kyllä
Solteq	Kyllä	Ennusteissa	Ennusteissa
Tietoevry	Ei*	Ei	Ei
Vincit	Kyllä	Kyllä	Kyllä
Witted	Kyllä	Ei	Ei

Lähde: Inderes, Yhtiöt, *Osaa organisaatiosta uudelleenjärjestelty

Sektorin yrityskauppoja pohjoismaissa

IT-palvelusektorin yrityskauppoja Pohjoismaissa

Päivämäärä	Ostaja	Kohde	Liikevaiht	EBITDA	EBITDA-%	Henkilöstö	EV	EV/Sales	EV/EBITDA
			o	MEUR	MEUR		MEUR		A
07/23	Netum	Buutti Oy	9,3	1,1	12 %	110	10,0	1,1x	9,1x
04/23	Azets	Solteqin Microsoft ja Retail toimintoja	11,2	1,5	~13 %	60	15-20	1,3x-1,8x	10x-13x
02/23	DNV Group	Nixu	60,2	2,4	4 %	393	98,0	1,6x	41x
01/23	Netum	Studyo	1,3	0,1		14			
01/23	Investcorp International	Eficode Oy	150,0			600			
11/22	Solteq	S2B Energia Oy				10			
11/22	Loihde	Onrego	7,1	0,5	7 %	30	4,3	0,6x	~9x
11/22	Gofore	eMundo	~8	0,8	9 %	96	8,0	~1x	~8x
10/22	Digia	Avalon	2,4	0,4	15 %	24			
10/22	Silli	Haallas	5,8	0,9	~15%	>50	3,75-9,0	0,6x-1,6x	4x-10x
09/22	Witted	Nexec Oy	12,8	0,7	5,8 %	80	8,3-12	0,7x-0,9x	11x-16x
07/22	Vincit	Bilot (sulautuminen)	30,5	0,6	2,1 %	195			
06/22	Digia	Productivity Leap Oy	5,5	1,2	22 %	35			
06/22	Innofactor	Invenco Oy	6,3	0,4		50	3-7	0,5x-1,1x	8x-19x
06/22	Knowit	Marketing Clinic Oy	10,5			60	8,5-10	1,0x	
05/22	Pinja	Oiwa	2,1			25			
04/22	Digia	MOST Digital	3,0	0,0	0 %	34			
01/22	Gofore	Devecto	10,7	2,0	19 %	130	21-26	2,0x-2,4x	10x-13x
01/22	Solteq	Energy Solutions Oy	2,2	0,3	~15 %	>20	4,5	2x	15x
11/21	Norvestor	Pinja	40,0			450			
11/21	HiQ	Lamia	8,3	2,7	33 %	90			
10/21	NetCompany	Intrasoft International S.A.	197,0	18,0	9 %	2800	235	1,2x	13,1x
10/21	Netum	Cerion Solutions Oy	3,6	0,5		38	6-7,1	~1,8x	9x
10/21	Bilot	Motley	4,1	0,2		40	5,1	1,2x	26x
09/21	KnowIT	Capacent (johdon konsultointi)				50			
08/21	HiQ	Advicon				25			
08/21	Advania	Visolit				1200			
05/21	eCraft (Fellowind)	Project-IT	12,0			30			
05/21	Eficode	Beecom (SUI)	10,0	1,5	15 %	58	10	1,0x	6,7x
05/21	Loihde	Talent Base Oy	7,4	1,1	15 %	58	10	1,4x	9x
05/21	HiQ	Scandio (GER)				100			
05/21	Knowit	Cybercom				1200			13x
04/21	Vincit	Bonsky Digital	2,7	0,2	7 %	30	2,7-3,0	1,0x-1,1x	13x-15x
03/21	TSS	Innofactorin Prime-liiketoiminta	>2			15			
02/21	Aucerna	TietoEVRYn öljy ja kaasuu - liiketoiminta	~50			430	155	3,2x	
02/21	Solteq	Partiture Oy	2,4	1,0	40 %	16		1x	2x-3x
02/21	Gofore	CCEA ja Celkee Oy	5,6	1,2	21 %	50		1,1x	5,1x
12/20	IBM	Nordcloud	80,0			490			
12/20	Digia	Climber (SE, FI, DK, NED)	13,8	0,7	5 %	77	8-14	0,6x-1,0x	12x-20x
12/20	Silli	Supercharge (Unkari)	9,0	2,1	23 %	115	17	~1,8x	~8x
08/20	Triton	Hiq	~180	~25	14 %	1500	~340	1,9x	13,6x
08/20	Bilot	CastorIT	7,3	0,9	12 %	60	8,8	1,2x	10x
08/20	Gofore	Qentinel	12,0	1,7	14 %	100	8,9-10,9	~0,9x	~6,4x

Kilpailukenttä 1/5

Kilpailijoita kolmessa tasossa

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

Ensimmäisessä kerroksessa operoivat suuret kansainväliset IT-generalistit, jotka eri markkinalähteiden mukaan pitävät hallussaan noin vajaan 50 % markkinaosuutta. Tällaisia globaaleja jättejä ovat esimerkiksi Tietoevry, CGI, Fujitsu, Accenture ja CapGemini. Toisessa kerroksessa toimivat yhtiöt ovat puolestaan kokoluokaltaan noin 20-150 MEUR:n liikevaihtoluokassa olevia toimittajia ja näiden yhteenlasketuksi markkinaosuudeksi on arvioitu noin 30 %. Kolmas kerros ja siten markkinan loppuhäntä kuuluu sen sijaan kooltaan pienemmille ja alle 200 henkeä työllistävillä ratkaisutaloille.

Innofactorin kilpailijat

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

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

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

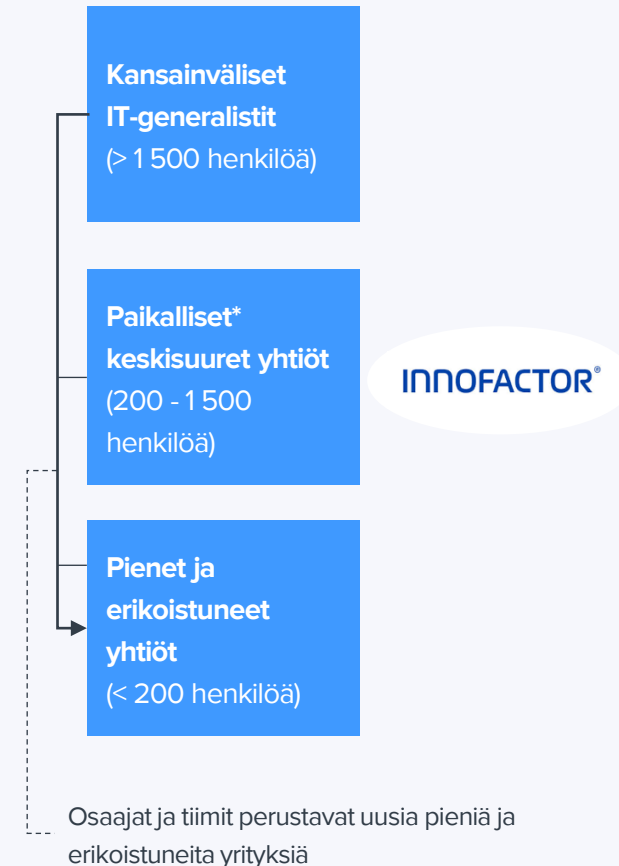
Suurien skaalaa vastaan taistellaan eri keinoin

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

Tyypillisesti näiden toimijoiden asiakas- ja teollisuusportfoliot ovat hyvin laajoja. Näin myös asiakas- ja toimialaymmärrykset ovat yleensä pienempiä toimijoita syvempiä. IT-generalistien geeniperimän ytimessä on vahva taustajärjestelmäosaaminen.



Kilpailukentän dynamiikka



*Keskiuureista yhtiöistä löytyy myös kansainvälisiä yhtiöitä kuten Siili, Gofore, Witted, Solteq, Vincit ja Innofactor
Lähde: Inderes

Kilpailukenttä 2/5

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

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

Koska toimialan ansaintalogiikka on pääomakevyttä ja henkilöintensiivistä, myös alalle tulon kynnykset ovat yleisesti ottaen matalia. Monet IT-palvelumarkkinan uudet toimijat ovatkin syntyneet vakiintuneista IT-toimittajista yrittäjiksi lähteneiden osaajien perustamina. Pienempien toimijoiden suurimpana heikkoutena on

mielestämme se, että ne usein jäävät arvoketjussa jumiin ja joutuvat palvelemaan loppuasiakkaita vain osana alihankintaverkostoa. Tästä johtuen pienet yhtiöt eivät välttämättä kykene tarjoamaan kunnianhimoisille osaajille riittävän mielenkiintoisia urapolkuja, mikä samalla vaikeuttaa sekä oman liiketoiminnan kasvattamista ja arvoketjuaseman kohentamista. Osaajakilpailussa pienten yhtiöiden keskeisimmät valtit ovatkin tyypillisesti kulttuurisidonnaisia.

Kilpailuetuja rakennettava jatkuvasti

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

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



Innofactorin kilpailutekijät

Vahvistavat tekijät

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

Heikentävät tekijät

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

Kilpailukenttä 3/5

Vertailuryhmän kasvu ja kannattavuus

Tarkastelemme seuraavan sivun kuviossa listattujen sekä listaamattomien suomalaisten ja muiden Pohjoismaisten IT-palveluyhtiöiden kasvua ja kannattavuutta. Vertailussa on mukana lisäksi joitain Yhdysvaltalaisia alan toimijoita, jotka toimivat globaalisti ja joilla on merkittävä rooli Euroopan markkinalla sekä Iso-Britannialainen Kainos. Osalta yhtiöistä emme saaneet vielä vuoden 2022 lukuja.

Vertailuryhmän kasvu vuositason 2018-2022 on ollut keskimäärin noin 22 %, mitä selittää markkinan kasvu, monien toimijoiden nopea orgaaninen kasvu sekä yrityskaupat. Voimakkaimmin kasvaneet yhtiöt ovat laajentuneet niin yritysostoin kuin myös orgaanisesti. Vahvoja orgaanisia kasvujia ovat olleet mm. Luoto, Gofore, Sulava, Siili, Vincit, Witted, Futurece, Netum, Reaktor, Eficode, Bouvet Netcompany. Hitaimmin ovat kasvaneet suuremmat toimijat, jotka ovat kärsineet markkinan murreksesta (kuten Tietoevry, Enfo ja CGI).

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

haastavammaksi, mikä on näkynyt joillain yhtiöillä vuosina 2019-2021 orgaanisen kasvuvauhdin hidastumisena. Selkeä erottuva yhtiö on tanskalainen Netcompany, joka lähes 5000 osaaajasta (nyt 7700) huolimatta pystyi kasvamaan palveluliiketoiminnassa orgaanisesti ~20 % vuosivauhtia ja yli 25 %:n EBITDA-marginaalia. Lisäksi Goforen orgaaninen kannattava kasvu on jopa kiihtynyt viime vuosina, vaikka yhtiö on saavuttanut jo merkittävän kokoluokan.

Kannattavuuden osalta vertailujoukon keskiarvo on 11 % käyttökatteella (EBITDA-%) mitattuna vuositason 2018-2022 (2017-2021: 12 %). Yhtiöt ovat keskimäärin kannattavuudeltaan terveellä tasolla. IFRS-16-muutos nosti IFRS-kirjanpidossa olleiden yhtiöiden käyttökatemarginaaleja noin 1-3 %-yksikköä vuodesta 2019 alkaen (efekti laimeampi keskiarvoja katsottaessa). Tämä heikentää vertailukelpoisuutta vuotta 2019 edeltävään jaksoon ja erityisesti FAS-kirjanpidossa oleviin yhtiöihin. IT-palveluiden toimialalla olemme pitäneet yli 10 % EBITDA-tasoa hyvänä kannattavuustasona (ilman IFRS-16-vaikutusta). Yksinumeroisiin kannattavuustasoihin yhtiöiden ei pitäisi olla tyytyväisiä. Suuret generalistit Tietoevry ja CGI ovat tehneet hyvää kannattavuutta hitaasta kasvusta huolimatta, mikä perustuu niiden vahvaan markkina-asemaan ja ohjelmistoliiketoimintaan.

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



Kasvuajurit

Pitkä aikaväli

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

Lyhyt aikaväli

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



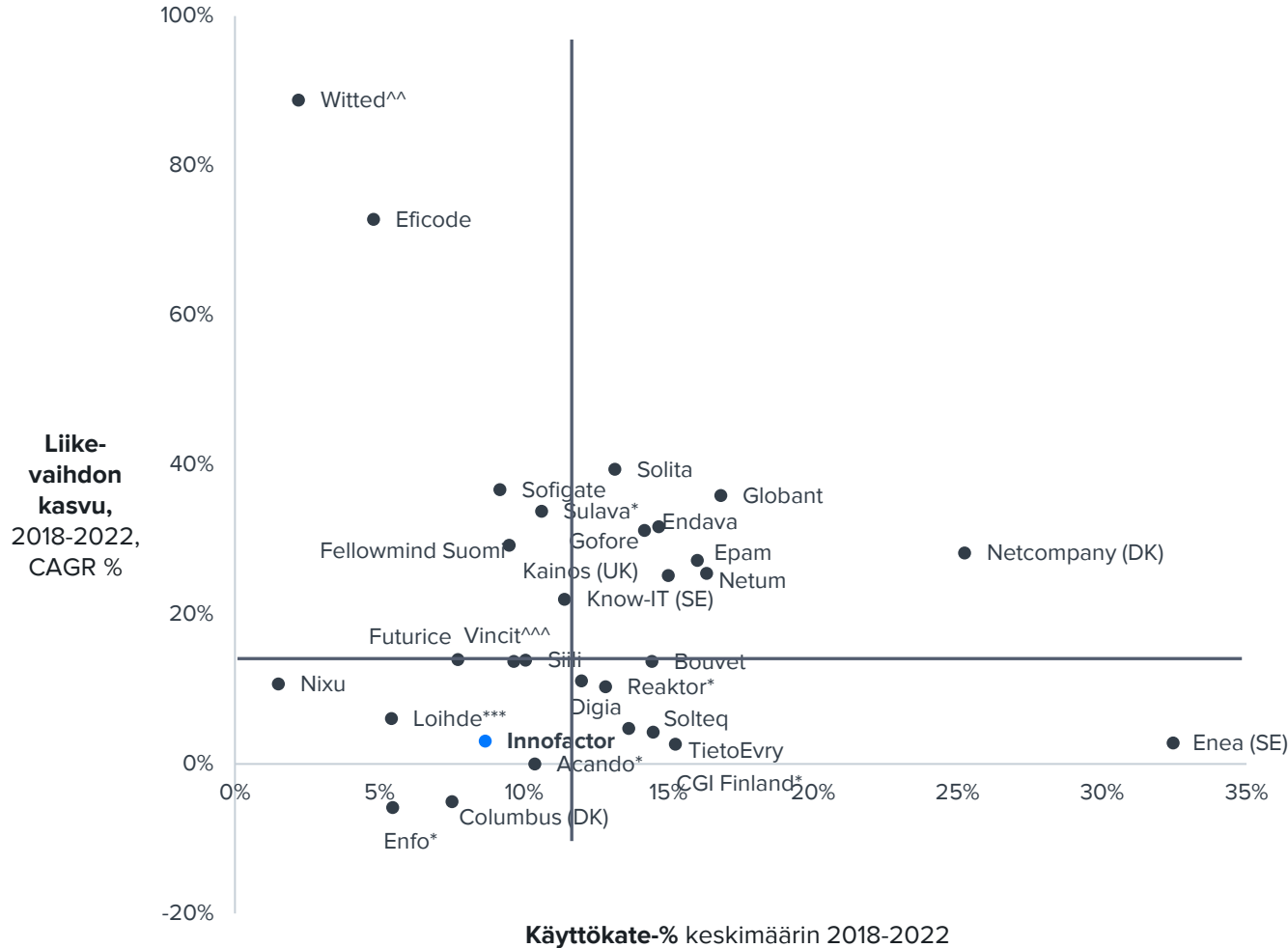
Kannattavuusajurit

Lyhyt aikaväli

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

Kilpailukenttä 4/5

Kilpailijoiden taloudellinen kehitys 5v



Lähde: Inderes, yhtiöt. Luvut sisältävät IFRS 16 -muutoksen vuodesta 2019 lähtien, osalla

*vuodet 2017-2021

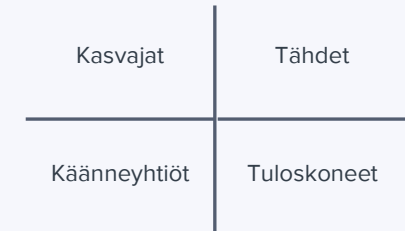
**Sisältää Tiedon ja Evryn itsenäiset luvut ensin vuosilta 2017-2020

***Vuodet 2019-2022; Loihteen osalta käytetty digitaalisen kehityksen liikevaihdon kehitystä ja konsernin käyttökate

^Käyttökate-% -10,7 %; ^^Vincitin ja Bilotin konsolidoidut luvut



Kilpailukentän profiili



Tähdet

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

Kasvajät

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

Tuloskoneet

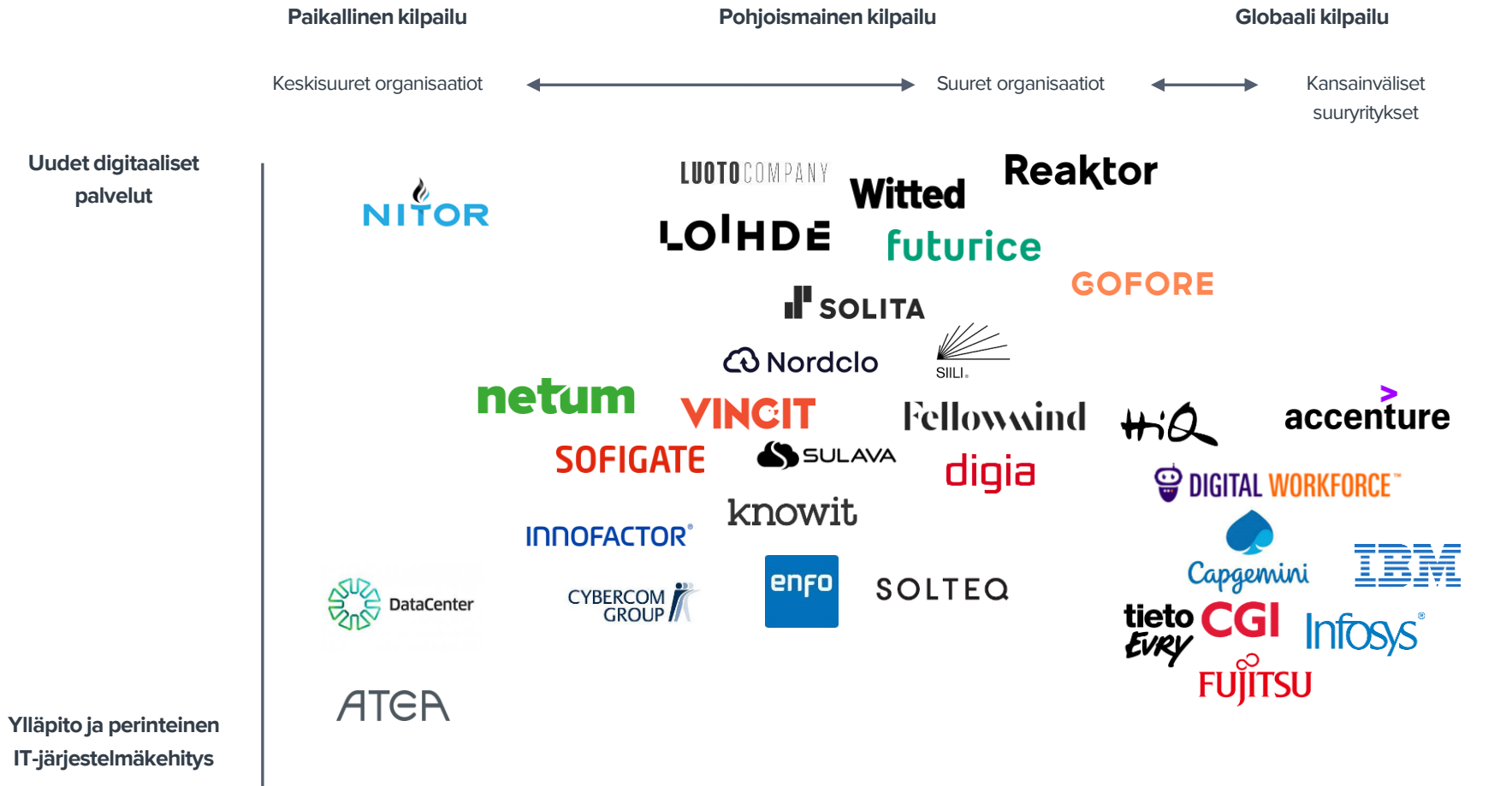
- Yhtiöitä, joiden asiakkailla korkeat vaihdon kustannukset esimerkiksi räätälöityjen ohjelmistoratkaisuiden myötä
- Kannattavuutta optimoitu osin kasvun kustannuksella

Käänneyhtiöt

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

Kilpailukenttä 5/5

Suomen markkinarakenne asiakaskoon ja palvelualuekohtaisen asemoitumisen perusteella



Microsoft-ratkaisut IT-markkinassa

Microsoftin asema IT-markkinassa on vahva

Microsoft on kasvanut useilla tuotealueilla selkeästi muuta IT-markkinaa nopeammin, mikä tukee myös Innofactorin strategiavalintaa. Näkemyksemme mukaan Microsoftin asema IT-markkinassa on hyvin vahva ja emme näe merkkejä siitä, että Innofactorin päämiehen asema olisi heikentymässä. Pilvisiirtymän myötä Microsoftin tuotteiden kysyntä on kasvanut ja Microsoft yhtiönä on osoittanut uudistumiskykyä ja investoinut myös merkittävästi yrityskaupoilla uudistumiseen kuten LinkedIn- ja GitHub-yritysostot. Viimeisin ja merkittävin investointi on Microsoftin sijoitus Open AI -yhtiöön, jonka tuote on ChatGPT.

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

Innofactorin näkökulmasta Azure, Office 365 ja Dynamics 365 ovat olleet jo vuosia Microsoftin kärkituotteita. Kärkituotteet ovat edelleen tärkeitä, mutta voimakkain pilvisiirtymä alkaa olemaan Pohjoismaissa takana päin. Tulevina vuosina Innofactor odottaa Microsoftin tekoäly-ratkaisujen entisestään vahvistavan Microsoftin tuotteiden asemaa ja sitä kautta kysyntää.

Innofactor uskoo myös Microsoftin voimakkaiden tuotekehityspanostusten turvaavan sen

tuotteiden kilpailukykyä pitkällä aikavälillä. Microsoft on käyttänyt tuotekehitykseen 10-21 miljardia dollaria vuosittain tilikausilla 2012-2021. Tuotekehityspanostusten taso on huomattavasti korkeampi kuin pääkilpailijoilla. Microsoft on toimitusjohtajansa Satay Nadellan johdolla siirtänyt fokustaan erityisesti digitransformaatioon, pilvialustoihin ja datalähtöiseen liiketoimintaan sekä ratkaisuihin, jotka ovat enemmän yhteensopivia kilpailijoiden ratkaisujen kanssa. Vuoden 2021 T&K-kuluja kasvatti (18 % ja 25 miljardia dollaria) investoinnit pilvipalveluihin, pelaamiseen ja LinkedIniin. Kuluvana vuonna investoinnit tekoälyyn ajaa kehitystä. Ymmärryksemme mukaan tekoäly oli ylivoimaisesti keskeisin puheenaihe nyt kesällä Microsoftin ja toimittajien sisäisessä vuotuisessa konferenssissa. Microsoftin keskeisimpiä kilpailijoita eri yritysratkaisujen tuotealueilla ovat muun muassa IBM, Oracle, HewlettPackard, SAP (ERP), Amazon (pilvipalveluissa), Google ja Salesforce (CRM).

Microsoft on kärsinyt viimeisen vuosikymmenen aikana PC-myyntin heikkoudesta, mutta yhtiön kehitys on ollut hyvää tarkasteltaessa Innofactorin kannalta keskeisiä yritysratkaisujen alueita. Erityisesti Commercial cloud -pilviratkaisujen raportointialueella (mm. Office 365, Windows Azure, Dynamics CRM) kasvu on ollut vahvaa ja Microsoftin pilviratkaisujen annualisoitu liikevaihto Q3'23:lla oli jo reilu 100 miljardia euroa verrattuna edellisen vuoden vastaavan ajanjakson 80 miljardiin euroon ja sitä edeltävään 60 miljardiin. Tuotetasolla Azure kasvoi 27% (46 %), yrityspuolen Office 365 14 % (17 %), Dynamics 365 -tuote 25 % (35 %) ja LinkedIn kasvoi 8 % (34 %) Q3'23:lla.

Ohjelmistoratkaisujen siirryttyä tai siirryessä pilveen on pilviratkaisuissa menestyminen keskeistä Microsoftin kilpailukyyn kannalta. Markkinatutkimusyhtiö Gartnerin eri pilvimurroksen osa-alueiden (BI, IaaS, CRM ja ERP) ja tekoäly Magic Quadrant -raporteissa Microsoft sijoittuu vertailussa useimmiten (4/5) Leaders-lokeroon. Asemointi on isossa kuvassa edellisvuosien tasolla kaikissa neliöissä.

Gartnerin mukaan pilvi-infrastruktuurin markkina on voimakkaasta kasvustaan huolimatta edelleen hyvin vahvasti keskittymässä muutaman toimijan käsiin, jotka ovat järjestyksessä AWS, Microsoft ja Google. Pilvi-infrastruktuurin markkinaneliössä Microsoftin asema on hieman vahvistunut. BI-alustojen kärjessä on edelleen Microsoft ja Salesforce (Tableau) ja useampi kilpailija kirii perästä.

CRM-raporttia ei ole päivitetty vuodesta 2021, jossa kärjessä oli Salesforce, jonka perässä tulee useampi haastaja, mukaan lukien hieman vahvistunut Microsoft.

Uusina tähän raporttiin otimme kaksi Gartnerin arvioita. Ensimmäisenä ohjelmistokehittäjille tärkeä pilven tekoälyratkaisut, jossa Microsoftin ratkaisut olivat kärkeä jo vuoden 2022 alussa ja ovat ChatGPT yhteistyön ansiosta arviomme mukaan vaan vahvistuneet. Toisena raporttiin uutena arviona otimme pilvi-ERP:t, joka on ollut Microsoftille ja Innofactorille tärkeä alue viime vuosina. Tämä on mukana ottamistamme alueista ainoa, jossa Microsoft on pärjännyt hieman heikommin ja on Dynamics-365 tuotteellaan Visionääri-laatikossa, kun muut 4 kärkeä (Oracle 2 tuotetta, Workday, SAP) ovat johtaja-laatikossa.

Microsoftin kilpailuasema 1/2

Magic Quadrant for Cloud ERP for Service-Centric Enterprises



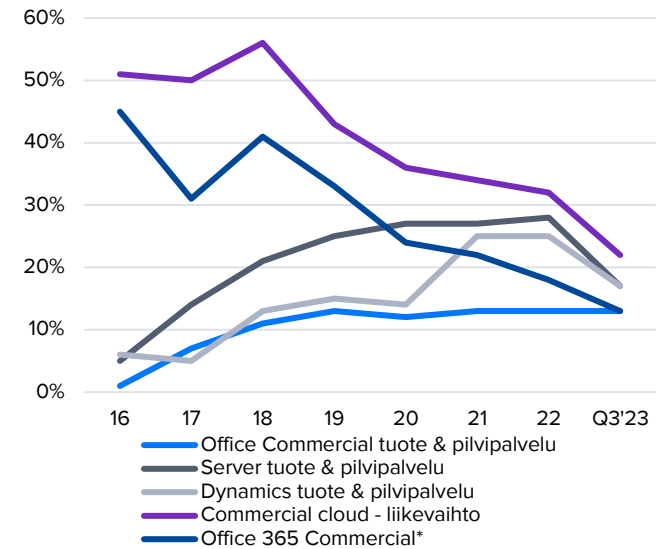
Magic Quadrant for Cloud AI Developer Services



Lähde: Gartner (heinäkuu 2022)

Lähde: Gartner (tammikuu 2022)

Innofactorille keskeisten Microsoft tuotealueiden kehitys



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

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

Microsoftin kilpailuasema 2/2

Gartnerin Magic Quadrant for Business Intelligence Platforms



Lähde: Gartner (tammikuu 2023)

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



Lähde: Gartner (kesäkuu 2022)

Gartnerin Magic Quadrant for the CRM Customer Engagement Center



Lähde: Gartner (toukokuu 2021)

Strategia 1/3

Pohjoismainen Microsoft-osaaja

Innofactor on tehnyt strategisen valinnan keskittymällä Microsoft-alustoilla toteutettuihin tai niitä hyödyntäviin teknologioihin ja ratkaisuihin, joissa Microsoftin kasvu ylittää keskimääräisen IT-palvelu- ja ohjelmistomarkkinan kasvun. Vahva asema Microsoft-ekosysteemissä tekee Innofactorista halutun kumppanin Microsoftille, mikä auttaa yhtiötä pysymään Microsoft-ratkaisujen kehityksen kärjessä jatkuvasti.

Asiakasryhmien osalta yhtiö keskittyy pohjoismaisiin suuriin ja keskisuuriin yrityksiin sekä julkishallinnon organisaatioihin, joilla on korkea IT-ratkaisujen vaatimustaso. Nyt yhtiö pyrkii erityisesti lisäämään yksityisen sektorin osuutta, koska hintapiste on julkista sektoria parempi.

Strategia tukee kasvua

Innofactor uudisti kaksi vuotta sitten strategiansa tukemaan entistä vahvemmin kasvua. Strategiaassa yhtiö on määrittänyt liiketoiminnan ja Microsoftin ratkaisutarjonnan kannalta liiketoiminta-alueet, joilla yhtiö näkee vahvimmat kasvumahdollisuudet. Yhtiö on jakautunut 6 liiketoiminta-alueeseen, kun edellinen rakenne sisälsi 3 aluetta. Parhaat kasvumahdollisuudet ovat ymmärksemme mukaan erityisesti Liiketoimintaratkaisuisissa tekoälyn vauhdittamana, Tiedon- ja asianhallinnassa omien tuotteiden ajamana sekä Data ja analytiikassa tekoälyn tukemana. Kyberturvallisuus on myös selvä kasvumarkkina, mutta yhtiö hakee vielä omaa terävää kilpailuetua. Pilvi-infrastruktuuri ja Digitalliset palvelut ovat suhteellisesti vakaampia osa-alueita. Yhtiön tavoitteena oli ja on edelleen rekrytoida merkittävä määrä uusia osaajia ”uusiin”

liiketoimintayksiköihin.

Toimenpiteillä yhtiö pyrkii saavuttamaan selvästi vahvempaa orgaanista kasvua ja tehokkuutta. Yhtiö on pystynyt viime neljänneksinä kasvamaan orgaanisesti selvästi historiaansa paremmin laskutusasteiden ajamana. IT-palvelusektorilla kilpailu on kuitenkin viimeisen vuoden aikana siirtynyt osaaajista asiakkaisiin. Siten lyhyellä aikavälillä yhtiön on ensisijaisesti onnistuttava myynnissä, eikä viime vuosien tapaan rekrytoinnissa. Tulostasoon painetta luo voimakas inflaatio ja siten tehokkuushyödyt ovat jääneet vielä saavuttamatta, kun inflaatiota ei ole saatu vietyä Innofactorilla eikä markkinalla keskimäärin asiakashintoihin.

Pohjoismaisen perustan vahvistaminen edelleen fokuksessa

Yhtiö panostaa strategiassa edelleen yhtenäistämään toimintamallinsa ja tarjontansa Pohjoismaisella tasolla. Yhtiön fokus on yhä ulkomaisten liiketoimintojen vahvistamisessa sekä pohjoismaisen organisaation rakentamisessa että tehokkuuden parantamisessa, mikä onnistuessa tukee asteittaista kannattavuuden paranemista. Strategian onnistuminen ei ole enää vahvasti hyvien yrityskauppa-kohteiden löytymisestä kiinni, vaan se riippuu enemmän yhtiön kyvystä saada yrityskaupoilla rakennettu kansainvälinen toimija yhtenäiseksi ja tehokkaaksi kokonaisuudeksi.

Tarjonnan yhtenäistäminen voi tapahtua orgaanisen kasvun ja valikoitujen yritysjärjestelyjen avulla. Arvioimme pohjoismaisen laajan tarjonnan parantavan Innofactorin kilpailukykyä keskisuurissa ja suurissa asiakkaissa, joilla on toimintoja useammassa Pohjoismaassa. Samalla yhtiö pääsee myös hyödyntämään

vahvemmin eri maiden välistä ristiinmyyntiä tuotteissa ja osaamisalueissa. Onnistuessaan tuotteiden ja osaamisten laajempi ristiinmyynti eri maiden välillä voisi selvästi parantaa Innofactorin orgaanista kasvua ja skaalautuvuutta. Ristiinvoimitteluilla Suomesta ja Ruotsista Norjaan ja Tanskaan, voi olla positiivisia vaikutuksia yhtiön kannattavuuteen, kun se pystyy hyödyntämään Suomen ja Ruotsin suhteellisesti matalampaa henkilöstön kustannustasoa.

Kokonaisuuden yhtenäistäminen on nyt kestänyt yli 5 vuotta ja pieniä edistyksiä on kulutasolla saavutettu, mutta liikevaihdon osalta vaaditaan vielä näyttöjä. Suomi on kehittynyt hyvin, mutta yhtiö on vuosien varrella joutunut pettymään Suomen ulkopuolisten maiden suoritukseen, erityisesti Ruotsiin. Norjassa yhtiö on viime vuosina onnistunut. Yhtiön eri toimintamaiden välisten synergioiden hyödyntäminen on näin edelleen alkuvaiheessa. Lisäksi sisäisessä tehokkuudessa on vielä selvää potentiaalia realisoitavissa erityisesti laskutusasteiden kautta, Suomen ulkopuolella. Lyhyellä aikavälillä kireä markkinatilanne luo kuitenkin vastatuulta yhtenäisen kokonaisuuden ja tarjoaman potentiaalin voimakkaampaan realisoitumiseen.

Taloudelliset tavoitteet

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

Strategia 2/3

Innofactorin noin 20 %:n vuosittainen kasvutavoite, joka pyritään pääosin saavuttamaan organisaation kunnianhimoisella ja vaatii hyvää onnistumista niin myynnissä kuin rekrytoinneissa ja etenkin suomen ulkopuolella. Yhtiö on kertonut tavoittelevansa kasvua kaikilla liiketoiminta-alueilla ja erityisesti pilviratkaisuissa, data ja analytiikassa sekä kyberturvassa. Organisaatiotasolla organisaation kasvu on edeltävien 5 vuoden jäänyt sektorin kasvusta, mutta viimeisen vuoden ollut sektorin tasolla tai jopa hieman yli. Emme odota Innofactorin yltävän sen tavoittelemaan 20 % kasvuun koko konsernin osalta jatkuvasti, mutta uskomme yhtiön pystyvän pitämään kasvua omaa historiaa paremmalla tasolla, kun IT-palvelumarkkinan kysyntä jälleen paranee.

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

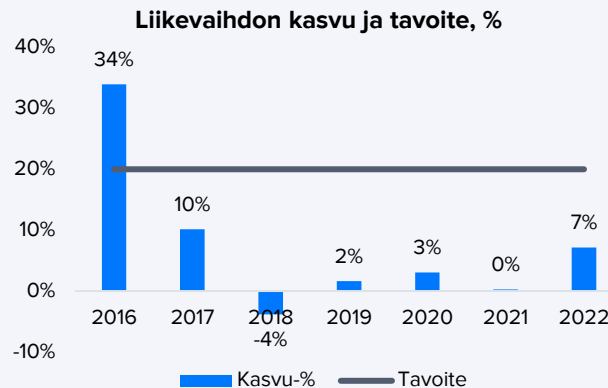
Omilla ohjelmistoilla ja tuotteistuksella kilpailuetua ja skaalautuvuutta

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



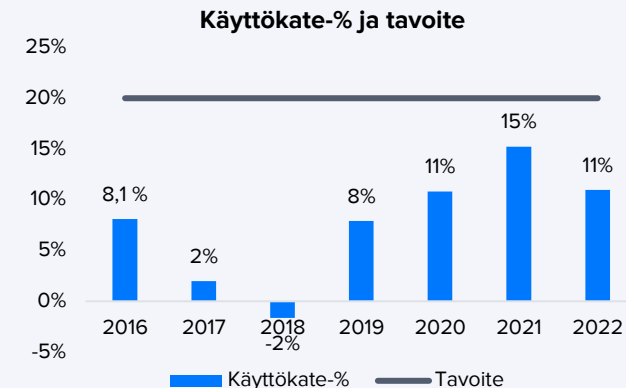
Keinot 20 %:n kasvutavoitteen saavuttamiseksi

- Keskittyminen toimialoihin ja asiakassegmentteihin, joissa on suurin kasvupotentiaali ja skaalautuvuus
- Nykyinen organisaatorakenne ja keskittyminen vahvemmin yksityisen sektorin asiakkaisiin tukeen kasvun kiihdyttämistä.
- Tehostaa edelleen tuotteiden ja palveluiden myyntiä. Yhtiö on saanut vahvasti kehitettyä tilauskantaa Suomessa. Muissa Pohjoismaissa myynnillä on edelleen huomattavasti parannuspotentiaalia.
- Keskittyminen osaamisen hallintaan, rekrytointiin ja resurssoinnin optimointiin Pohjoismaisella tasolla. Lyhyellä aikavälillä laskutusasteissa arviolta edelleen nousupotentiaalia.



Keinot 20 %:n käyttökate-tavoitteen saavuttamiseksi

- Siirtää tarjoamaa ja liikevaihdon painopistettä vahvemmin omiin tuotteisiin ja palveluihin, mikä on toteutunut jo useamman vuoden ajan.
- Kehittää omaa henkilöstöä, jotta asiakkaat ovat valmiita maksamaan korkeamman hinnan, mikä on arviolta hankalaa lyhyellä aikavälillä.
- Siirtyä itseohjautuviin tiimeihin ja vähentää organisaatiotasoa. Innofactor siirtyi itseohjautuvan organisaation suuntaan vuoden 2018 lopulla. Vuoden 2020 aikana yhtiön taloushallinto keskitettiin Suomeen. HR:ää ja palkanmaksua on myös keskitetty ja tehostettu.
- Parantaa laskutusastetta turhan työn tai ei-laskutettavan työn minimoimisella. Tässä yhtiö on edennyt hyvin vuosina 2019-22 ja arviomme tämän osalta yhtiöllä olevan lyhyellä aikavälillä edelleen selvää potentiaalia erityisesti muissa Pohjoismaissa.



Strategia 3/3

Yhtiön mukaan useissa projektikilpailuissa Innofactorin omat ohjelmistokomponentit toimivat keskeisenä kilpailuetuna ja tärkeänä vaikuttavana tekijänä asiakkaan päätöksenteossa. Erityisesti kun asiakasorganisaatioiden toimintoja viedään pilveen, on IT-toimittajalle kriittistä omistaa työkalut ja hallita prosessit, joilla siirto tehdään sujuvasti käytön keskeytymättä. Tällä alueella Innofactorilla on osaamista erityisesti Azure-ympäristössä, sisältäen omat Innofactor Virtual Data Center ja Managed Azure -palvelut. Jatkuviissa palveluissa on suuri kasvumahdollisuus ja yhtiön on osin pakko onnistua tässä, koska pilvisiirtymä ja käyttöönotot alkavat hiljalleen olemaan tehty. Omat ohjelmistot tuovat myös merkittävän osan jatkuvien ylläpitotuottojen ja lisenssien myynnistä.

Omilla Microsoft-teknologioiden ja -alustojen päälle rakennetuilla tuotteilla Innofactor rakentaa liiketoiminnalleen jatkuvuutta, kilpailuetua ja skaalautuvuutta. Yhtiön tavoite on nostaa tuoteliiketoiminnan osuus 33 %:iin liikevaihdosta (nyt 28 %). Tämä on keskeinen ajuri, millä yhtiö pyrkii parantamaan kannattavuuttaan kohti tavoiteltua 20 % käyttökatetasoa. Näin yhtiö saa vähennettyä liiketoimintamallin riippuvuutta heikommin skaalautuvasta asiantuntijatyöstä, mikä oikeuttaisi osakkeelle korkeamman arvostustason.

Kilpailuetuina Microsoft-osaaminen

Innofactorin keskeisin kilpailuetu syntyy näkemyksemme mukaan edelleen keskittymisestä ja erikoistumisesta Microsoft-ratkaisuihin. Toisaalta Microsoftiin keskittyvän strategian suurimpana heikkoutena näemme Innofactorin riippuvuuden Microsoftin strategian onnistumisesta pitkällä aikavälillä sekä avoimen lähdekoodin ohjelmistojen

suosion nousun. Innofactor ei kuitenkaan poissulje muiden teknologioiden käyttöä ja myös Microsoftin strategia elää jatkuvasti muun muassa GitHub-oston myötä. Innofactoriin nähden teknologiariippumattomien kilpailijoiden etuna on se, että ne pystyvät valitsemaan useiden teknologioiden joukosta aina asiakkaan ongelmaan parhaan ratkaisun.

Historiassa vahvaa epäorgaanista kasvua

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

Kauppojen arvostustasot ovat myös järjestään olleet alempia kuin Innofactorin omat arvostuskertoimet pörssissä. Nämä tekijät ovat pienentäneet riskiä ylihinnan maksamisesta.

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

Yritysosot jatkossa Suomen ulkopuolelta

Innofactorin strategisena tavoitteena on vahvistua Suomen ulkopuolella. Näin arvioimme yhtiön jatkossa ensisijaisesti hakevan yritysostokohteita ulkomailta vahvistaakseen kyseisiä markkinoita, jotta niissä saavutetaan Suomen markkinan kaltaisia mittakaavaetuja sekä vahvempia synergioita Pohjoismaisella tasolla. Ostettavan yhtiön liiketoiminnan on ymmärryksemme mukaan oltava kannattavaa ja kestäväällä pohjalla. Lisäksi osaamisalueista yhtiö on kommunikoinut haluavansa vahvistaa pilviosaamista ja kyberturvaa.

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

Hyvää pääomanhallintaa

Ensisijaisesti yhtiö haluaa varmistaa osingonmaksukyvyn. Toisaalta yhtiö haluaa myös kasvaa epäorgaanisesti, minkä tase mahdollistaa (omavaraisuusaste 47 %, nettovelka/käyttökate 0,9x). Yhtiön kassavirta vahvistaa jatkuvasti tasetta ja antaa liikkumavaraa pienemmille yritysostoille. Mielestämme lähtökohtaisesti palveluyhtiöiden hyvän kassavirtaprofiilin myötä myös pienen velkavivun käyttö yritysostoissa on perusteltua. Mikäli sopivia ostokohteita ei löydy voi yhtiö palauttaa varoja joko ylimääräisen pääomapalautuksen tai omien osakkeiden oston kautta. Näkemyksemme mukaan yhtiö on viime vuosina tehnyt onnistunutta pääomanhallintaa.

Innofactorin strategian yhteenveto



Historiallinen kehitys

Historiallinen kasvu ollut vahvaa, osittain kannattavuuden kustannuksella

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

Yhtiön kasvu on osittain tullut kannattavuuden kustannuksella, joka on jäänyt sektorin muiden yhtiöiden tasosta. Yhtiö ylsi yli 20 % EBITDA-tasoihin vielä ennen listautumistaan. Yhtiön kertaeristä oikaistu EBITDA-% on ollut 8-12 % välillä vuosina 2011-2022, paitsi vuosina 2017-2018 (2 % ja -2 %).

Viime vuoden fokus myyntiin tuotti kasvua

Innofactorin liikevaihto kasvoi 7 % ja oli 71 MEUR vuonna 2022. Orgaanisesti liikevaihto kasvoi 4 %. Innofactor panosti myyntiin ja orgaaninen kasvu kiihtyi 13 %:iin H2:lla. Lisäksi kasvua H2:lla tuki [Invenco-yritysosto](#).

Maantieteellisesti Suomi kasvoi Invenco-kaupan myötä. Laskelmiemme mukaan Norja kasvoi vahvasti (~30 %) ja Tanska maltillisemmin (<10 %). Ruotsin liikevaihto jatkoi laskua ja tulos oli tappiolla. Selkeästi suurinta markkinaa, Suomea painoi arviomme mukaan edelleen organisaatiomuutos sekä hankalat asiakassopimukset vuoden alussa. Innofactorin toiseksi suurimman markkinan, Ruotsin haasteet ovat jatkuneet jo yli viisi vuotta, mikä kuvastaa käänteen haastavuutta.

Tilaukanta kasvoi maltillisesti keskimäärin 4 % vuoden aikana ja oli 76 MEUR vuoden lopussa. Erityisen hyvää myynnissä oli kuitenkin arviomme mukaan myynnin kohdanto, joka parani selvästi, kun orgaaninen kasvu kiihtyi H2:lla. Aikaisemmin tilaukannan vahva kasvu ei näkynyt kiihtyvänä liikevaihdon kasvuna, kun tilaukset tulivat jo hyvän kysynnän alueille.

Henkilöstö kasvoi 62:lla 562:een vuoden 2022 aikana. Kasvua veti Invenco-yrityskauppa noin 50 henkilöllä. Liikevaihto per työntekijä kasvoi 3 % ja indikoi näin laskutusasteiden ja/tai keskihinnan nousseen vuonna 2022. Laskutusasteessa on ymmärryksemme mukaan kuitenkin edelleen selvästi potentiaalia nousta tästä.

Käyttökate oli 7,8 MEUR tai 11 % liikevaihdosta (2021: oik. 7,5 MEUR tai 11 %). Poistot laskivat 0,5 MEUR ja rahoituskulut 0,2 MEUR. Näin oikaistu osakekohtainen tulos kasvoi 3 senttiä ja oli koko vuonna 0,10 euroa.

Yhtiö jakoi pääomanpalautusta 0,06 euroa osakkeelta vuodelta 2022. Lisäksi yhtiö aloitti loppuvuonna jälleen uuden omien osakkeiden [osto-ohjelman](#), johon käytetään enintään 1 MEUR. Yhtiö [mitätöi](#) sittemmin vuonna 2023 osakkeita reilu 1 miljoona kappaletta. Tämän jälkeen heinäkuussa 2023 yhtiö aloitti jälleen uuden [omien osakkeiden osto-ohjelman](#), enintään 600 tuhatta kappaletta tai 1 MEUR.

Tase ja rahoitus

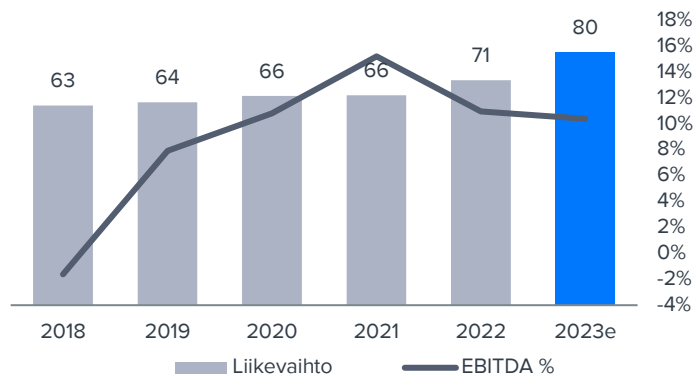
Innofactorin tase heikkeni hieman yritysoston myötä vuonna 2022, mutta oli edelleen terve Q2'23:n lopussa, kun nettovelka käyttökate oli 0,9x, omavaraisuusaste oli 47 % ja

nettovelkaantumisaste 47 % (1,3x, 52 % ja 27 %). Lisäksi kassavirta vahvistaa jatkuvasti tasetta.

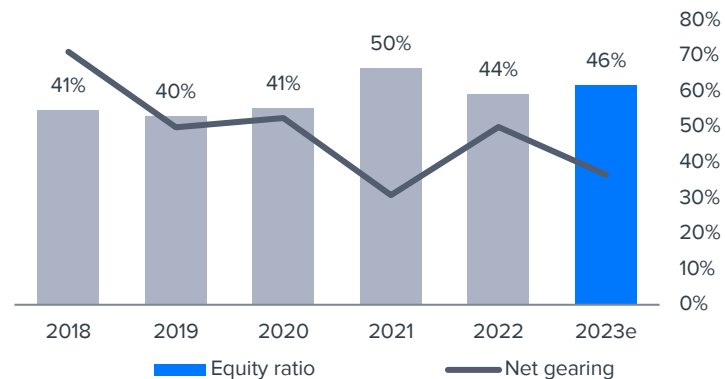
Rakenteeltaan yhtiön taseen vastaava puoli on hyvin tyypillinen palveluyhtiön rakenne. Liikearvoa yhtiöllä oli ensimmäisen neljänneksen lopussa taseessa 27 MEUR tai 49 % taseesta. Saamiset olivat 17 MEUR tai 31 % taseesta. Lisäksi yhtiöllä oli verosaamisia taseessa 3 MEUR tai 6 % taseesta Q2'23:n lopussa. Kassa on pienentynyt viime vuodesta yritysoston ja omien osakkeiden takaisinoston ajamana. Yhtiö on historiassa konsolidoinut markkinaa vahvasti käyttäen omaa osaketta ja pankkilainaa. Näin yhtiö voi näkemyksemme mukaan edelleen jatkaa epäorgaanista kasvua.

Historiallinen kehitys

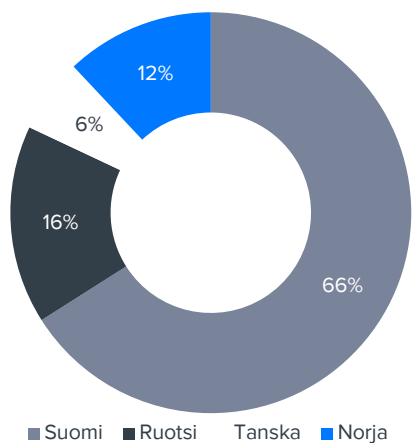
Liikevaihdon ja kannattavuuden kehitys



Taseen avainlukujen kehitys



Liikevaihto maittain, Q2'23



Innofactorin tase, Q2'23



Ennusteet 1/2

Ennustamme tuloskasvun jatkuvan

Vuonna 2023 Innofactor keskittyy edelleen erityisesti liikevaihdon kasvattamiseen ja tavoitteena edelleen saada erityisesti Ruotsi kasvu-uralle. Myynnin osalta fokus on edelleen vahvemmin yksityisellä sektorilla, jossa on parempi keskihinta. Mikäli yksityisen sektorin painopisteen muutos onnistuu, tukee se liikevaihdon rakennetta ja siten myös kannattavuutta. Myynti on tässä markkinatilanteessa selvästi haastavampi yhtälö, kun nyt osaajia on saatavilla paremmin kuin vuosiin. Lisäksi yhtiö voi ymmärryksen mukaan tällä hetkellä kasvaa myös parempien laskutusasteiden kautta. Osaamisalueittain yhtiö näkee hyviä kasvumahdollisuuksia liiketoimintakriittisissä ratkaisuissa, tiedon ja asianhallinnan ratkaisuissa sekä data & analytiikassa. Kyberturva on edelleen kiinnostava alue, mutta yhtiö hakee siinä vielä omaa terävämpää kilpailuetua. Lisäksi kasvua ja erityisesti tulosta ajaa oman tuoteliiketoiminnan kasvu.

Innofactor ohjeistaa vuoden 2023 liikevaihdon ja käyttökatteen kasvavan edellisestä vuodesta, jolloin liikevaihto oli 71,1 MEUR ja käyttökatte oli 7,8 MEUR. Arvioimme Innofactorin liikevaihdon kasvavan Invenco-yritysoston tukemana 12 % 80 MEUR:oon vuonna 2023. Orgaanisesti liikevaihto kasvaa arvioimme mukaan 9 %, mikä olisi tänä vuonna sektoria parempi suoritus. Kasvua tukee hyvä 77 MEUR:n tilauskanta Q2'23:n lopussa. Hyvän tilauskannan myynniksi realisoinnin ajoitus ja tilauskannan kannattavuusrakenteen arviointi on edelleen vaikeaa, vaikka se vaikuttaa

olevan rakenteeltaan viime neljänneksinä historiaa selvästi parempi. Näkemys perustuu siihen, kun orgaaninen kasvu (12 %) on viimeisen vuoden ollut selvästi parempaa, kuin tilauskannan kehitys (5 %). Lyhyellä aikavälillä liikevaihdon kehityksen epävarmuus on kuitenkin koholla asiakaskysynnän heikkouden myötä. Q2:lla epävarmuus realisoitui usealla yhtiöllä sektorilla, jopa suhteellisen äkillisesti ja selvästi (enemmän markkinaosiossa sivulla 20). Innofactorille selkänöjaa antaa kuitenkin hyvä tilauskanta, julkisen sektorin korkea osuus ja jatkuvat palvelut.

Ennustamme käyttökatteen nousevan 8,3 MEUR:oon (10,4 % liikevaihdosta, 2022: 7,8 MEUR). Innofactorin sisäisen tehokkuuden parantumisen ja oman tuotemyynnin ansiosta yhtiö pystyy lyhyellä tähtäimellä edelleen kasvamaan henkilöstömäärän vauhtia nopeammin, mikä tukee kannattavuutta. Innofactorilla on arvioimme mukaan erityisesti Suomen ulkopuolella edelleen huomattavasti parannettava laskutusasteissa ja huoltosuhteessa (tuottava henkilö per hallinto).

Kannattavuusparannusta hidastaa arvioimamme asiakashintojen paine, toisaalta palkkainflaatio hellittää arvioimme mukaan lyhyellä aikavälillä. Yhtiön Lumagate-yritysoston lisäkauppahinnan vahingonkorvaukseen liittyen emme odota ratkaisua kuluvana. Ennustamme osakekohtaisen tuloksen nousseen sentillä ja olevan 0,10 euroa osakkeelta. Ennustamme yhtiön jakavan osinkoa 0,07 euroa osakkeelta vuodelta 2023.



Innofactorin kasvuajurit

- Tehokkuuden parantaminen laskutusasteiden ja/tai prosessitehokkuuden myötä
- Omat tuoteratkaisut
- Rekrytointi – työntekijäimago, matala vaihtuvuus ja uudet kaupungit
- Asiakashintojen nousu, yksityisen sektorin ajamana. Lyhyellä aikavälillä enemmän painetta alas.
- Yritysostot
- Osaamisalueittain kasvua ajaa liiketoimintakriittiset ratkaisut, tiedon ja asianhallinta sekä data & analytiikka
- Maantieteellisesti kasvu olisi arvokasta erityisesti Suomen ulkopuolella



Innofactorin kannattavuusajurit

- Laskutusasteet
- Tehokkuuden parantaminen prosessien ja resurssoinnin kautta, onnistunut osin jo
- Omat skaalautuvat tuoteratkaisut
- Asiakashintojen nousu, erityisesti yksityisen sektorin kautta
- Ristiintoimitus maiden välillä (Suomesta ja Ruotsista Norjaan ja Tanskaan), mutta on vielä alkumetreillä
- Palkkainflaation hillitseminen, onnistunut hyvin nuorempia rekrytoimalla
- Vaihtuvuuden hallitseminen
- Rekrytointi matalapalkkaisemmilta alueilta pääkaupunkiseudun ulkopuolella

Ennusteet 2/2

Keskipitkän ja pitkän aikavälin ennusteet

Arvioimme Innofactorin yltävän nykyrakenteella 3-4 % orgaaniseen vuotuiseseen kasvuun sekä noin 12 % EBITDA-marginaaliin vuosina 2024-2026.

Ennusteemme ovat maltilliset kun huomioidaan viimeisen vuoden vahva kasvu ja yhtiön tilauskanta, mutta kireä markkinatilanne ja historiallinen heikompi taso puoltavat varovaisuutta. Lisäksi pitkään jatkuneet haasteet Ruotsissa, puoltavat varovaisuutta. Kasvu on alle markkinan yleisen kasvun. Yhtiöllä on potentiaalia markkinaa nopeampaan kasvuun, mutta tämä vaati pohjoismaisella tasolla yhtenäistä positiivista kehitystä, joka vaati yhtiöltä vielä lisää näyttöjä. Lisäksi keskipitkällä aikavälillä kehitystä alkaa tukea vahvemmin tekoälyn hyödyntäminen.

Operatiiviset kannattavuusennusteemme olettaa käytännössä palveluyhtiöiden tasoa. Yhtiöllä pitäisi olla edellytykset sektoria parempaan kannattavuustasoon omien tuotteiden ja suuren jatkuvan liiketoiminnan kasvun myötä, mutta pidämme ennusteemme vielä toistaiseksi konservatiivisena johtuen Ruotsin heikommasta kehityksestä.

Ennustamme yhtiön osakekohtainen tuloksen olevan 0,13 euroa vuonna 2024 ja nousevan 0,15 euroon vuonna 2025. Ennustamme yhtiön osingonmaksun kasvavan sentillä vuosittain lähivuodet ja olevan 0,10 euroa vuonna 2026. Osinkoennusteet vastaavat noin 60 % jakosuhdetta, mikä on hieman yli yhtiön osinkopolitiikan, joka tavoittelee yhtiön maksavan

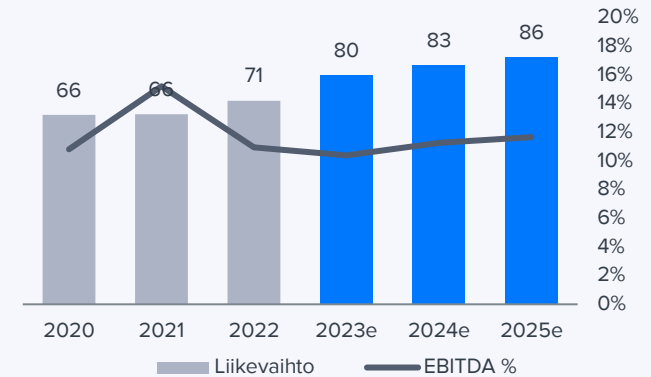
noin puolet tuloksesta osinkoina. Tämä perustuu viime vuosien haasteisiin löytää sopivaa ostokohdetta, mikä johtuu osin myös markkinasta.

Innofactorilla on taseessa edelleen reilu 3 MEUR:n verosaaminen, minkä johdosta yhtiön verokulut eivät ole lähivuosina rahavirtavaikutteisia. Tämä tukee yhtiön rahavirtaa lähivuosina. Siten osakekohtainen rahavirta tulee edelleen lähivuosina olemaan osakekohtaista tulosta korkeampi, mikäli käyttöpääomassa tai investoinneissa ei tapahdu oleellisia muutoksia.

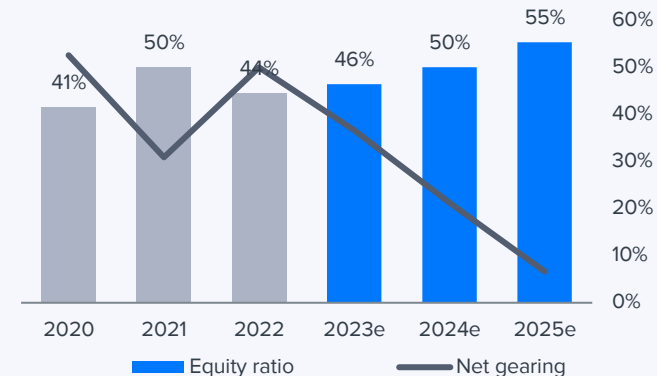
Vuoden 2026 jälkeen ennustamme Innofactorin liikevaihdon olevan 2,5 % kasvussa ikuisuusoletukseen asti. Samalla odotamme kannattavuuden asteittain laskevan kohti 10 % käyttökateetasoa ikuisuusoletuksessa. Näin ollen yhtiö jää ennusteessamme selvästi omien taloudellisten tavoitteidensa alapuolelle.

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

Liikevaihdon ja kannattavuuden kehitys



Taseen avainlukujen kehitys



Kvartaaliennusteet

Tuloslaskelma	2020	2021	Q1'22	Q2'22	Q3'22	Q4'22	2022	Q1'23	Q2'23	Q3'23e	Q4'23e	2023e	2024e	2025e
Liikevaihto	66,2	66,4	17,0	16,9	16,7	20,5	71,1	20,2	20,1	17,5	22,2	80,0	83,4	86,2
Käyttökate	7,2	10,1	2,0	1,4	1,9	2,5	7,8	2,5	1,8	1,4	2,6	8,3	9,4	10,1
Poistot ja arvonalennukset	-4,7	-3,6	-0,7	-0,7	-1,0	-0,6	-3,1	-0,8	-0,8	-0,8	-0,8	-3,1	-3,0	-3,0
Liikevoitto ilman kertaeriä	4,5	4,4	1,4	0,7	1,0	1,9	5,0	1,8	1,0	0,7	1,9	5,5	6,6	7,3
Liikevoitto	2,5	6,5	1,3	0,7	1,0	1,8	4,8	1,7	1,0	0,7	1,9	5,3	6,4	7,1
Nettorahoituskulut	-0,5	-0,8	-0,2	0,0	-0,2	-0,1	-0,6	-0,4	-0,2	0,1	-0,2	-0,6	-0,5	-0,3
Tulos ennen veroja	2,1	5,7	1,1	0,6	0,8	1,7	4,2	1,3	0,8	0,8	1,7	4,6	5,9	6,8
Verot	-0,3	-1,2	-0,3	-0,1	-0,2	-0,4	-0,9	-0,3	-0,4	-0,2	-0,3	-1,1	-1,2	-1,4
Vähemmistöosuudet	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettotulos	1,8	4,5	0,8	0,5	0,6	1,3	3,3	1,0	0,5	0,6	1,4	3,5	4,7	5,4
EPS (oikaistu)	0,10	0,07	0,03	0,02	0,02	0,04	0,10	0,03	0,01	0,02	0,04	0,10	0,13	0,15
EPS (raportoitu)	0,05	0,12	0,02	0,02	0,02	0,04	0,09	0,03	0,01	0,02	0,04	0,10	0,13	0,15

Tunnusluvut	2020	2021	Q1'22	Q2'22	Q3'22	Q4'22	2022	Q1'23	Q2'23	Q3'23e	Q4'23e	2023e	2024e	2025e
Liikevaihdon kasvu-%	3,1 %	0,3 %	-4,7 %	-2,0 %	21,8 %	16,9 %	7,2 %	19,2 %	18,6 %	5,0 %	7,9 %	12,4 %	4,3 %	3,3 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%		-2 %	4 %	-47 %	-3 %	214 %	14 %	27 %	39 %	-28 %	5 %	9 %	20 %	10 %
Käyttökate-%	10,8 %	15,2 %	12,0 %	8,1 %	11,6 %	11,9 %	11,0 %	12,3 %	8,8 %	8,2 %	11,9 %	10,4 %	11,3 %	11,7 %
Oikaistu liikevoitto-%	6,8 %	6,6 %	8,2 %	4,4 %	6,1 %	9,1 %	7,1 %	8,8 %	5,2 %	4,2 %	8,8 %	6,9 %	7,9 %	8,4 %
Nettotulos-%	2,7 %	6,8 %	5,0 %	3,2 %	3,6 %	6,5 %	4,7 %	5,1 %	2,3 %	3,5 %	6,2 %	4,4 %	5,7 %	6,2 %

Lähde: Inderes



Katso yhtiön toimitusjohtajan
videohaastattelu Q2'23-tuloksesta:



Katso yhtiön toimitusjohtajan
videohaastattelu Q1'23-tuloksesta:



Sijoitusprofiili

Arvonluonti organisaatiosta kasvusta ja omista tuotteista

Sijoittajille Innofactor on historiassa 2010-luvun alkupuolella profiloitunut nopeasti kasvavana IT-yhtiönä, joka toimii oman segmenttinsä konsolidoijana Pohjoismaissa. Lumagate-yrityskaupan myötä yhtiö siirtyi vuonna 2017 vaiheeseen, jossa voimakkaan yritysostovetoisen kasvun jälkeen painopiste siirtyi yhtenäisen Innofactorin rakentamiseen. Tämä muutos osoittautui odotettua vaikeammaksi ja teki kuopan kasvustrategiaan. Viime vuosina perustaa ollaan rakennettu ja se on saatu Suomen osalta kuntoon (rakenne, tilauskanta ja kannattavuus). Viimeisen viiden vuoden aikana orgaaninen kasvu on kuitenkin viimeisimpiä neljänneksiä lukuun ottamatta ollut haastavaa. Näin yhtiöllä on edelleen todistettavaa kestävästi paremman orgaanisen kasvun osalta.

Nykyinen strategia painottaa vahvasti kasvua ja parempaa tehokkuutta ja tätä heijastellen arvonluonti tulee jatkossa arviolta perustumaan vahvemmin orgaanisen palveluliikevaihdon kasvuun ja skaalautuvien omien tuotteiden kasvuun. Yhtiö tulee arviomme mukaan jatkamaan myös pientä epäorgaanista kasvua, mutta jatkossa selkeimmät ajurit ovat orgaaninen kasvu ja kannattavuuden parantaminen.

Asemointi vankistunut tuloskone-lokeron

Näkemyksemme mukaan Innofactorin arvostuksen asemointi on vankistunut tuloskone-lokeron. Sijoittajan tulee kuitenkin huomioida markkinan epävarmuus, joka lyhyellä aikavälillä nostaa riskitasoa. Lisäksi historian useat haasteet kolkuttavat edelleen takaraivossa.

Yhtiö on nyt jatkanut suhteellisen hyvää tuloskuntoa jo neljän vuoden ajan Suomen liiketoiminnan vetämänä. Yhtiö pyrkii edelleen vahvistamaan kasvua Suomen ulkopuolella, joka tulisi laskutusasteiden kautta näkyä vivulla kannattavuudessa ja omien tuotteiden skaalautumisena. Lyhyellä aikavälillä markkinassa on toki selvää epävarmuutta, mikä on sektorilla realisoitunut Q2:lla. Innofactorin hyvä tilauskanta, julkisen sektorin ja jatkuvien toimintojen suuri osuus antaa kuitenkin selkänöjää epävarmuudessa. Keski- ja pitkällä aikavälillä Innofactorin markkinat ovat kuitenkin arviomme mukaan jälleen hyvässä vedossa ja kasvavat. Lisäksi Microsoft vaikuttaa tekoälyratkaisujen myötä entistä paremmalta päämiesvalinnalta.

Innofactor on viime vuosina yhtenäistänyt Pohjoismaista organisaatiota ja maiden välistä tarjoamaa sekä prosesseja. Näin yhtiö on saanut pohjan valmiiksi ja ulosmitattua sisäistä tehokkuutta. Näkemyksemme mukaan yhtiöllä on paperilla kuitenkin kasvun kautta vielä suurin potentiaali ulosmitattavana Pohjoismaiden toiminnoissa. Tämä on kuitenkin jo vuosia osoittautunut haasteelliseksi ja siten olemme tämän suhteen varovaisia ennusteissamme. Orgaaninen kasvu Suomen ulkopuolella on avain, jotta maakohtaisia tehokkuushyötyjä saadaan vahvemmin irti.

Kunnianhimoiset pitkän aikavälin tavoitteet

Innofactorin arvomuodostus tulee pitkällä aikavälillä näkemyksemme mukaan edelleen koostumaan yhtiön kyvystä saada yrityskaupoista koostuva eri maiden kokonaisuus yhtenäiseksi Pohjoismaiseksi toimijaksi. Palveluiden tuotteistuksen ja omien tuotteiden rooli ovat myös

tärkeitä yhtiön kannattavuustavoitteiden saavuttamisessa. Näiden pitäisi näkyä vahvempana orgaanisena kasvuna ja parempana kannattavuutena. Emme kuitenkaan odota yhtiön yltävän omiin kunnianhimoisiin tavoitteisiinsa (20 % kasvu pääosin orgaanisesti, 20 % käyttökatemarginaali). Tavoitteita emme kuitenkaan pidä mahdottomina, sillä Suomen liiketoimintojen osalta orgaaninen kasvu on ajoittain jo ollut arviolta noin 15 % ja kannattavuus lähellä yhtiön tavoittelemaa 20 % tasoa.

Olenneisimpana makrotason riskinä on yleisen talouden tilanteen heikko kehitys. Keskeiset sektorispesifit riskit liittyvät lyhyellä aikavälillä asiakashintoihin sekä keskipitkällä aikavälillä jälleen osajien saatavuuteen, palkkainflaatioon ja vaihtuvuuteen. Yhtiön sisäiset keskeiset riskit liittyvät kasvustrategian toteutukseen, maantieteellisesti erityisesti Ruotsin käänteeseen sekä yhtenäisen pohjoismaisen organisaation rakentamisen pitkittymiseen. Pitkän aikavälin riskinä on yhtiön riippuvuus Microsoftin menestyksestä. Riskejä tasaa tuoteliiketoiminta, nykyinen vahvistunut tilauskanta, jatkuvien palveluiden kasvava osuus sekä Microsoftin tuotteiden vahvana jatkuva kehitys IT-markkinalla.

Yrittäjävetoinen kasvuyhtiö

Innofactor henkilöityy vahvasti suurimpaan omistajaan, yhtiön perustajaan ja toimitusjohtajaan Sami Ensioon, joka omistaa Innofactorista noin 22 %. Yhtiössä sijoituskohteena heijastuu mielestämme kasvuhakuisuuden lisäksi vahva yrittäjähenkisyys ja kasvollinen omistajuus. Yrittäjävetoisuus näkyy siinä, kuinka lukuisista haasteista huolimatta yhtiötä on kehitetty kurinalaisesti ja periksiantamattomasti.

Sijoitusprofiili

1.

Yrityskaupoilla rakennettu pohjoismaisen toimijan aihio

2.

Perusta pitkän aikavälin kasvulle kunnossa, mutta vaati vielä näyttöjä

3.

Markkinalla nyt epävarmuutta, mutta pidemmällä aikavälillä edelleen vahvat kasvufundamentit

4.

Omat tuotteet tuovat jatkuvuutta ja skaalautuvuutta

5.

Yrittäjävetoinen tuloskone

Potentiaali



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

Riskit



- Talouden epävarmuuden jatkuminen pitempään tai heikkeneminen edelleen
- Yhtenäisen pohjoismaisen organisaation rakentamisen pitkittyminen edelleen
- Kansainvälistyminen ja yrityskaupat nostavat riskitasoa
- Microsoftin markkina-aseman heikentyminen
- Asiakashintojen kehitys, osaajien saatavuus sekä vaihtuvuus ja palkkainflaatio

Arvonmääritys 1/2

Osakkeen arvoajurit ja riskit

Innofactorin tulostulokäänne on edennyt suhteellisen hyvin jo reilut 4 vuotta. Yhtiö on väläytellyt hyviä orgaanisia kasvulukemia viime neljänneksinä, minkä jatkuvuudesta tarvitaan kuitenkin lisää näyttöjä. Lisäksi kannattavuuspotentiaali on osoittautunut aiempia arvioitamme suuremmaksi ja 20 %:n käyttökate-tavoite on nyt jopa realistinen.

Osakkeen arvoajurit olemme jakaneet lyhyelle (1-3) ja pitkälle (4-6) aikavälille. Keskeiset arvoajurit ovat seuraavat:

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

Innofactorilla on sen liiketoiminnassa huomattavasti enemmän jatkuvuutta ja skaalautuvuutta kuin monilla projektiliiketoimintaa tekeville

verrokkiyhtiöillä. Jatkuvuus on entistä korkeammassa arvossa nykyisessä markkinatilanteessa, jossa pitkästä aikaa kilpaillaan asiakkaista eikä osajista.

Käänne on edennyt, mutta odotuksia hitaammin viimeiset pari vuotta. Näin töitä on edelleen tehtävänä organisaation yhtenäistämässä sekä tehokkuuden parantamisessa. Yhtiön useat vaikeudet historiassa johtuvat pääosin ulkomaantoiminnoista.

Keskeiset riskit ovat mielestämme seuraavat:

- Asiakaskysynnän heikkeneminen ja hintapaine
- Onnistuminen erityisesti Ruotsissa, jossa haasteet ovat jatkuneet jo vuosia. Myös Norjan kasvun jatkuminen ja Tanskan vahvempi kehitys. Lisäksi tärkeimmän Suomen markkinan hyvän tekemisen katkeaminen.
- Projektinhallinnassa epäonnistuminen
- Osaajamarkkinassa epäonnistuminen, palkkainflaation kiihtyminen ja osajien korkea vaihtuvuus
- Uusissa yrityskaupoissa (kuten Invenco) integraation epäonnistuminen. Yhtiöllä on ollut haasteita useissa integraatioissa.
- Microsoftin markkina-aseman heikentyminen IT-markkinassa yritysraatkaisuissa. Microsoftin markkina-asema on viime vuosina edelleen vahvistunut, mutta IT-markkina kehittyä ja muuttuu nopeasti.

Vertailuryhmä

Innofactorille on löydettävissä hyvä pohjoismainen ja suomalainen vertailuryhmä, mihin arvostusta voidaan peilata ja tukeutua. Vertailuryhmämme

koostuu Pohjoismaisista IT-palveluyhtiöistä, joista osalla on myös omaa ohjelmistoliiketoimintaa. Olemme lisänneet useampia pohjoismaisia verrokkeja vertailuun, mikä parantaa vertailtavuutta ja on relevanttia, koska yhtiöllä on toimintoja kaikissa maissa. Liiketoimintarakennetta tarkastellessa Innofactorilla on projektityön lisäksi myös omaa skaalautuvaa ohjelmistoliiketoimintaa. Yhtiötä ei kuitenkaan tule rinnastaa puhtaisiin ohjelmistoyhtiöihin.

Verrokkiryhmässä olemme käyttäneet Inderesin ennusteita seuraamissamme yhtiöissä, mikä huomioi liikearvopoistot ja parantaa vertailukelpoisuutta suomalaisten IT-palveluyhtiöiden välillä.

Yleisesti pidämme IT-palveluyhtiöitä jopa hyvin houkuttelevana sektorina omistaa johtuen alan vahvoista pitkän aikavälin kysyntäfundamenteista, pääomakevyydestä liiketoiminnasta ja matalasta arvostustasosta. Näkemyksemme mukaan lyhyen aikavälin epävarmuus näkyy jo selvästi hinnoissa ja ”normaalia” matalammista ennusteista huolimatta arvostustasot ovat historiallisesti alhaiset. Yhtiöiden väliset arvostuserot ovat kaventuneet viime vuosina, mikä heijastelee strategiavaiheiden ja/tai tulostulokäynnien yhtenäistymistä. Nyt myös Witted ja Digital Workforce ovat hidastaneet kasvuhaluja ja painottavat aikaisempaa enemmän kannattavuutta.

Innofactorin aliarvostus sektoriin nähden on leventynyt viimeisen vuoden aikana. Yhtiötä hinnoitellaan nyt keskimäärin 30 % alle suomalaisten IT-palveluverrokkien vuosien 2023-2024 EV/EBIT- ja P/E-kertoimien (reilu vuosi sitten 10 %). Osakkeen arvostus on lähes 40 % alle koko verrokkiryhmän. Lisäksi verosaamiset nostavat arvostuksen houkuttelevuutta.

Arvonmääritys 2/2

Suhteellisesti arvostus on jopa erittäin houkutteleva. Markkinan lyhyen aikavälin epävarmuus pitää kuitenkin hieman varovaisena. Näkemyksemme mukaan pieni aliarvostus on perusteltu, sillä yhtiön tuloskasvu-näkymä asettuu sektorin tasolle tai hieman alle.

Arvostuskertoimet

Ensisijaisesti käyttämämme arvostuskertoimet Innofactorille ovat oikaistut P/E ja EV/EBIT-kertoimet. Luvut ovat oikaistua yrityskauppojen kirjanpidollisista IFRS3-poistoista (~0,2 MEUR vuosi). Ennusteillamme Innofactorin tämän ja ensi vuoden oikaistut P/E-luvut ovat 11x ja 9x. Vastaavat EV/EBIT-kertoimet ovat 9x ja 7x. Tämä on absoluuttisesti houkutteleva taso, kun huomioidaan vankistunut luottamus tuloskasvuun, vaikka markkinassa on nyt epävarmuutta.

Näkemyksemme mukaan osakkeelle voidaan hyväksyä hieman ”normaalia” korkeampi P/E-taso johtuen yhtiön korkeista verosaamisista ja siitä, etteivät verokulut ole yhtiölle rahavirtavaikutteisia. Verosaamisten kirjanpitoarvo on tällä hetkellä 3,4 MEUR, mikä vastaa noin 0,09 euron osakekohtaista arvoa. Jos tämän verosaamisen nykyarvo hinnoiteltaisiin esimerkiksi konservatiivisesti puoleen kirjanpitoarvosta, voitaisiin osakkeelle hyväksyä noin 5 % korkeammat arvostuskertoimet.

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

Osakkeen tuotto-odotuksen komponentit

Tarkastelemme Innofactorin osaketta myös tuloskasvun, osinkotuoton ja hyväksytyjen arvostuskertoimien näkökulmasta. Arviomme

mukaan yhtiöllä on lähivuosina edellytykset ~10 %:n vuotuiseseen tuloskasvuun liikevaihdon ja kannattavuuden nousun vetämänä. Osingosta saadaan nyt myös tukea arvostukselle ja osinkopolitiikkaan (noin 50 % tuloksesta) nähden hieman korkeammilla osinkoennusteillamme (reilu 60 % tuloksesta) osinkotuotto on ~7 %:n tasolla (2021-22 65 % tuloksesta). Vahva rahavirta antaa hyvät edellytykset suhteellisen korkeaan voitonjakoon, mutta arvioimme yhtiön edelleen pyrkivän myös epäorganiseen kasvuun linjassa strategian kanssa.

Vuoden 2023 kertoimilla osake on houkuttelevasti hinnoiteltu, kun huomioidaan vankistunut tuloskasvunäkymä, vaikka markkinassa on epävarmuutta. Näin ollen osakkeen tuotto-odotus asettuu osinkotuoton, tuloskasvun ja kertoimien nousuvaran myötä >15 %:n tasolle ja tuotto/riski-suhde on näin houkutteleva. Keskeisimmät riskit osakkeessa liittyvät markkinakysyntään ja hintapaineeseen, yhtiön projekti- tai maahaasteiden ilmaantumiseen sekä yritysostoihin.

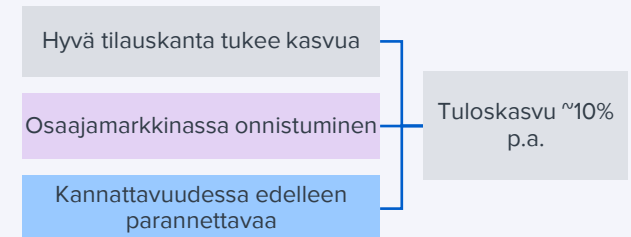
Kassavirta-analyysi

DCF-mallimme osakekohtainen arvo osakkeelle on 1,6 euroa. Pitkällä aikavälillä (2026 jälkeen) ennustamme kasvun pysyvän 2,5 %:n tasolla (1,5 % terminaalissa) ja EBITDA-% vakiintuvan 10 %:n tasolle. Mallissa tuloslaskelman verot eivät ole rahavirtavaikutteisia Suomessa, koska yhtiö pystyy hyödyntämään voittoja taseen verosaamista vastaan. Mallissa ikuisuusoletuksen painoarvo on 42 %, mikä on matala ja parantaa luotettavuutta. Rahavirtamallissa käyttämämme pääoman kustannus (WACC) on 9,4 % ja oman pääoman kustannus 9,9 %. Näin melko konservatiivisilla ennusteilla laaditun kassavirtamallin valossa osakkeen hinnoittelu näyttää tällä hetkellä myös maltilliselta.

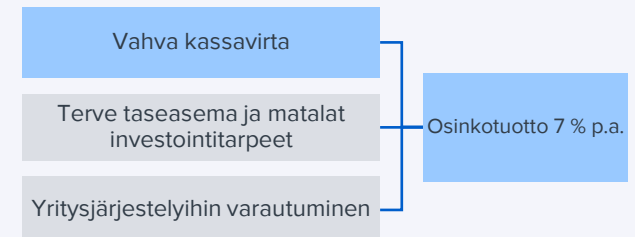
Osaketuoton ajurit 2023-2025

■ Positiivinen ■ Neutraali ■ Negatiivinen

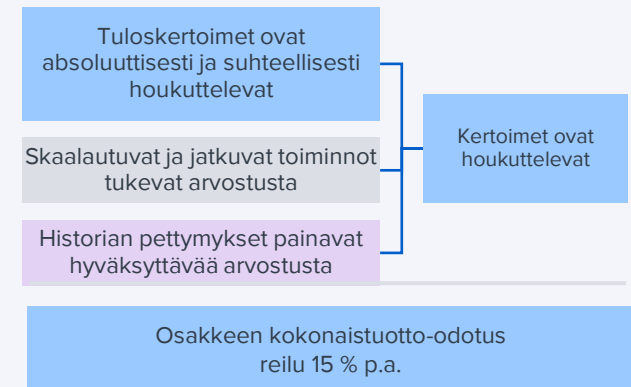
Tuloskehitys



Osinkotuotto



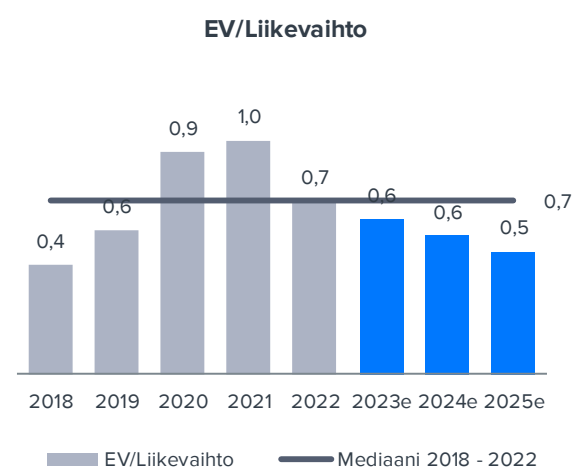
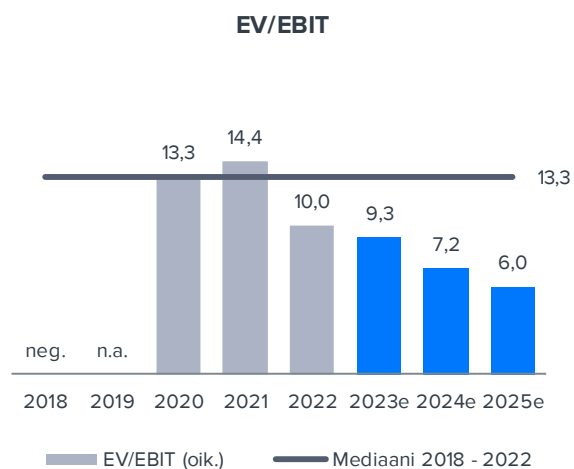
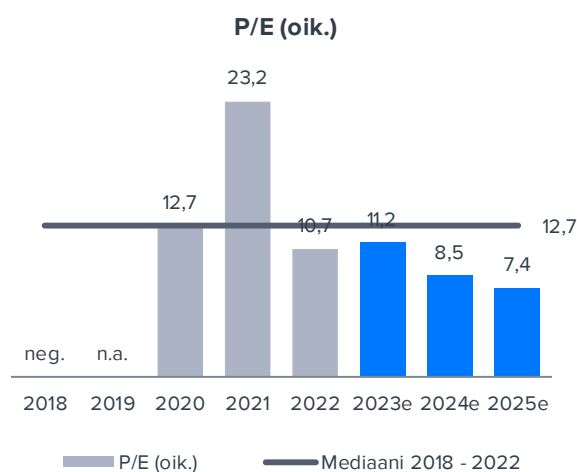
Arvostuskertoimet



Arvostustaulukko

Arvostustaso	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e
Osaakekurssi	0,36	0,72	1,28	1,52	1,05	1,14	1,14	1,14	1,14
Osakemäärä, milj. kpl	36,2	36,8	37,4	36,6	36,2	36,3	36,3	36,3	36,3
Markkina-arvo	13	27	48	55	38	41	41	41	41
Yritysarvo (EV)	28	38	60	63	50	51	47	43	39
P/E (oik.)	neg.	n.a.	12,7	23,2	10,7	11,2	8,5	7,4	6,8
P/E	neg.	63,3	27,1	12,3	11,5	11,8	8,7	7,7	7,0
P/B	0,6	1,2	2,0	2,2	1,5	1,6	1,5	1,3	1,2
P/S	0,2	0,4	0,7	0,8	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5
EV/Liikevaihto	0,4	0,6	0,9	1,0	0,7	0,6	0,6	0,5	0,4
EV/EBITDA (oik.)	neg.	7,4	8,4	6,3	6,5	6,1	5,0	4,3	3,7
EV/EBIT (oik.)	neg.	n.a.	13,3	14,4	10,0	9,3	7,2	6,0	5,1
Osinko/tulos (%)	0,0 %	0,0 %	84,9 %	65,1 %	65,4 %	72,9 %	61,6 %	60,7 %	61,7 %
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	3,1 %	5,3 %	5,7 %	6,2 %	7,0 %	7,9 %	8,8 %

Lähde: Inderes



Verrokkiryhmän arvostus

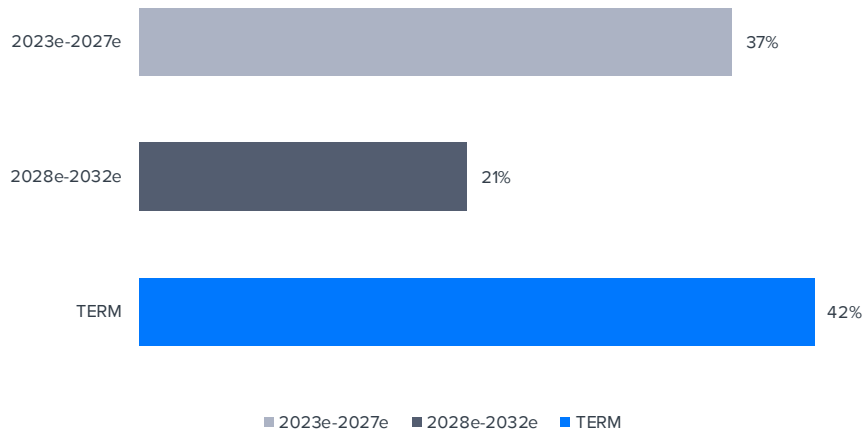
Yhtiö	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%	
	MEUR	MEUR	2023e	2024e	2023e	2024e	2023e	2024e	2023e	2024e	2023e	2024e
Digia*	151	165	9,5	8,1	7,6	6,6	0,9	0,8	11,7	10,2	3,4	3,5
Digital Workforce*	48	32	59,8	14,4	58,1	13,1	1,2	1,1	78,3	25,2		
Gofore*	322	297	11,0	8,8	10,1	8,1	1,5	1,3	14,9	13,0	2,4	2,8
Loihde*	71	53	35,9	11,9	6,7	4,4	0,4	0,4	73,9	19,1	2,4	2,6
Netum Group*	42	50	15,2	11,7	13,4	10,5	1,3	1,1	15,2	12,5	3,7	4,0
Siili Solutions*	89	81	9,4	7,0	6,6	5,3	0,6	0,6	16,6	11,2	2,7	3,4
Solteq*	20	43		17,7	4,4	4,2	0,7	0,7		45,7		3,0
Tietoevry*	2683	3311	8,8	8,0	7,6	6,9	1,2	1,1	9,7	9,0	6,6	6,8
Vincit*	58	49	11,8	7,6	10,4	7,1	0,5	0,5	19,3	11,8	4,8	5,7
Witted Megacorp*	42	35	369,8	13,8	237,5	13,1	0,5	0,5	386,6	19,7		
Addnode	807	846	25,1	18,2	13,5	11,1	1,4	1,2	36,7	25,0	1,1	1,6
Avensia AB	25	27		13,4	39,8	9,7	0,8	0,7		15,7	1,9	3,8
Bouvet	515	541	14,4	13,2	12,0	11,3	1,8	1,7	17,9	16,5	4,9	5,3
CombinedX	46	45	6,6	6,3	4,7	4,6	0,7	0,7	9,1	8,6		
Exsitec	159	168	20,0	15,5	13,7	11,3	2,7	2,4	27,2	20,0	3,1	2,9
Knowit	304	392	15,2	11,6	7,1	6,2	0,7	0,6	17,1	12,4	4,4	5,0
Netcompany Group	1778	2085	20,6	16,7	15,1	13,3	2,5	2,3	24,1	19,4		
NNIT	282	296	367,5	9,2	6,6	5,8	0,7	0,7	21,1	11,1	0,0	4,9
Webstep	61	77	10,6	9,2	8,5	7,5	0,9	0,8	11,4	9,7	9,1	10,3
Innofactor (Inderes)	41	51	9,3	7,2	6,1	5,0	0,6	0,6	11,2	8,5	6,2	7,0
Mediaani pohjoismaiset yhtiöt			15,2	11,7	10,1	7,5	0,9	0,8	17,9	13,0	3,3	3,8
<i>Erotus-% vrt. mediaani</i>			-39 %	-39 %	-40 %	-33 %	-26 %	-28 %	-37 %	-35 %	90 %	87 %
Mediaani suomalaiset yhtiöt			11,8	10,2	8,9	7,0	0,8	0,8	16,6	12,8	3,4	3,5
<i>Erotus-% vrt. mediaani</i>			-22 %	-30 %	-31 %	-28 %	-21 %	-24 %	-33 %	-34 %	84 %	104 %

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

DCF-laskelma

DCF-laskelma	2022	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	7,2 %	12,4 %	4,3 %	3,3 %	3,4 %	2,5 %	2,5 %	2,5 %	2,5 %	2,5 %	1,5 %	1,5 %
Liikevoitto-%	6,7 %	6,6 %	7,7 %	8,2 %	8,4 %	8,0 %	7,8 %	7,5 %	7,0 %	7,0 %	7,0 %	7,0 %
Liikevoitto	4,8	5,3	6,4	7,1	7,5	7,3	7,3	7,2	6,9	7,1	7,2	
+ Kokonaispoistot	3,1	3,1	3,0	3,0	3,1	3,1	3,1	3,2	3,1	3,2	3,2	
- Maksetut verot	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	-1,5	-1,5	-1,5	-1,4	-1,5	-1,5	
- verot rahoituskuluista	-0,1	-0,2	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
+ verot rahoitustuotoista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Käyttöpääoman muutos	-0,7	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Operatiivinen kassavirta	7,3	8,3	9,3	10,0	10,6	8,9	8,9	8,9	8,6	8,8	8,9	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	-7,4	-2,8	-2,9	-2,9	-3,0	-3,0	-3,1	-3,2	-3,2	-3,2	-3,5	
Vapaa operatiivinen kassavirta	-0,2	5,5	6,5	7,1	7,6	5,9	5,8	5,8	5,4	5,6	5,4	
+/- 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	-0,2	5,5	6,5	7,1	7,6	5,9	5,8	5,8	5,4	5,6	5,4	69,5
Diskontattu vapaa kassavirta		5,3	5,8	5,8	5,7	4,0	3,6	3,3	2,8	2,6	2,3	30,2
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		71,5	66,1	60,4	54,6	48,9	44,9	41,3	38,0	35,2	32,5	30,2
Velaton arvo DCF		71,5										
- Korolliset velat		-14,4										
+ Rahavarat		2,0										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		-2,2										
Oman pääoman arvo DCF		56,9										
Oman pääoman arvo DCF per osake		1,57										

Rahavirran jakauma jaksottain



Pääoman kustannus (WACC)

Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	10,0 %
Vieraan pääoman kustannus	6,0 %
Yrityksen Beta	1,55
Markkinoiden riski-preemio	4,75 %
Likviditeettipreemio	0,00 %
Riskitön korko	2,5 %
Oman pääoman kustannus	9,9 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	9,4 %

Lähde: Inderes

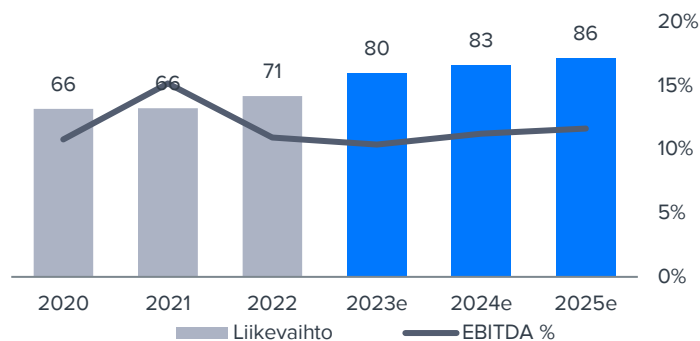
Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2020	2021	Q1'22	Q2'22	Q3'22	Q4'22	2022	Q1'23	Q2'23	Q3'23e	Q4'23e	2023e	2024e	2025e
Liikevaihto	66,2	66,4	17,0	16,9	16,7	20,5	71,1	20,2	20,1	17,5	22,2	80,0	83,4	86,2
Käyttökate	7,2	10,1	2,0	1,4	1,9	2,5	7,8	2,5	1,8	1,4	2,6	8,3	9,4	10,1
Poistot ja arvonalennukset	-4,7	-3,6	-0,7	-0,7	-1,0	-0,6	-3,1	-0,8	-0,8	-0,8	-0,8	-3,1	-3,0	-3,0
Liikevoitto ilman kertaeriä	4,5	4,4	1,4	0,7	1,0	1,9	5,0	1,8	1,0	0,7	1,9	5,5	6,6	7,3
Liikevoitto	2,5	6,5	1,3	0,7	1,0	1,8	4,8	1,7	1,0	0,7	1,9	5,3	6,4	7,1
Nettorahoituskulut	-0,5	-0,8	-0,2	0,0	-0,2	-0,1	-0,6	-0,4	-0,2	0,1	-0,2	-0,6	-0,5	-0,3
Tulos ennen veroja	2,1	5,7	1,1	0,6	0,8	1,7	4,2	1,3	0,8	0,8	1,7	4,6	5,9	6,8
Verot	-0,3	-1,2	-0,3	-0,1	-0,2	-0,4	-0,9	-0,3	-0,4	-0,2	-0,3	-1,1	-1,2	-1,4
Vähemmistöosuudet	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettotulos	1,8	4,5	0,8	0,5	0,6	1,3	3,3	1,0	0,5	0,6	1,4	3,5	4,7	5,4
EPS (oikaistu)	0,10	0,07	0,03	0,02	0,02	0,04	0,10	0,03	0,01	0,02	0,04	0,10	0,13	0,15
EPS (raportoitu)	0,05	0,12	0,02	0,02	0,02	0,04	0,09	0,03	0,01	0,02	0,04	0,10	0,13	0,15

Tunnusluvut	2020	2021	Q1'22	Q2'22	Q3'22	Q4'22	2022	Q1'23	Q2'23	Q3'23e	Q4'23e	2023e	2024e	2025e
Liikevaihdon kasvu-%	3,1 %	0,3 %	-4,7 %	-2,0 %	21,8 %	16,9 %	7,2 %	19,2 %	18,6 %	5,0 %	7,9 %	12,4 %	4,3 %	3,3 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%		-2 %	4 %	-47 %	-3 %	214 %	14 %	27 %	39 %	-28 %	5 %	9 %	20 %	10 %
Käyttökate-%	10,8 %	15,2 %	12,0 %	8,1 %	11,6 %	11,9 %	11,0 %	12,3 %	8,8 %	8,2 %	11,9 %	10,4 %	11,3 %	11,7 %
Oikaistu liikevoitto-%	6,8 %	6,6 %	8,2 %	4,4 %	6,1 %	9,1 %	7,1 %	8,8 %	5,2 %	4,2 %	8,8 %	6,9 %	7,9 %	8,4 %
Nettotulos-%	2,7 %	6,8 %	5,0 %	3,2 %	3,6 %	6,5 %	4,7 %	5,1 %	2,3 %	3,5 %	6,2 %	4,4 %	5,7 %	6,2 %

Lähde: Inderes

Liikevaihdon ja kannattavuuden kehitys



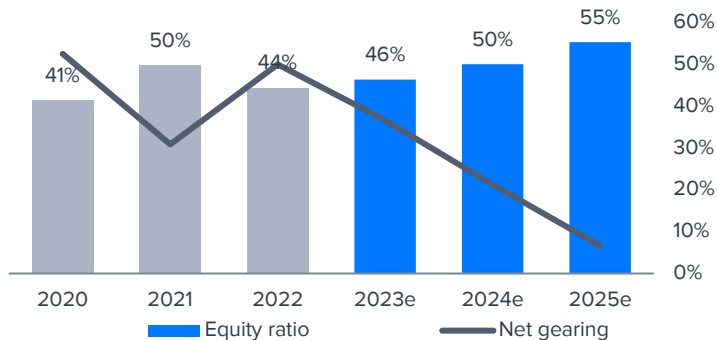
Tase

Vastaavaa	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Pysyvät vastaavat	35,7	39,3	37,9	36,6	35,1
Liikearvo	26,4	26,8	26,8	26,8	26,8
Aineettomat hyödykkeet	0,6	2,4	2,2	2,0	1,8
Käyttöomaisuus	3,7	5,9	5,9	5,9	6,0
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut sijoitukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset varat	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Laskennalliset verosaamiset	4,8	4,1	3,0	1,7	0,4
Vaihtuvat vastaavat	15,4	16,5	18,4	20,0	20,6
Vaihto-omaisuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut lyhytaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Myyntisaamiset	13,4	14,5	16,8	17,5	18,1
Likvidit varat	2,0	2,0	1,6	2,5	2,5
Taseen loppusumma	51,1	55,8	56,3	56,6	55,6

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Oma pääoma	25,5	24,8	26,1	28,3	30,8
Osakepääoma	2,1	2,1	2,1	2,1	2,1
Kertyneet voittovarot	3,1	5,3	6,6	8,8	11,3
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Muu oma pääoma	20,2	17,2	17,2	17,2	17,2
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pitkäaikaiset velat	7,8	9,2	10,4	7,9	4,9
Laskennalliset verovelat	1,5	1,9	1,9	1,9	1,9
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lainat rahoituslaitoksilta	6,3	7,3	8,6	6,0	3,0
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	17,8	21,8	19,8	20,4	20,0
Lainat rahoituslaitoksilta	3,5	7,0	2,6	2,5	1,5
Lyhytaikaiset korottomat velat	14,3	14,8	17,2	17,9	18,5
Muut lyhytaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Taseen loppusumma	51,1	55,8	56,3	56,6	55,6

Taseen avainlukujen kehitys



Yhteenveto

Tuloslaskelma	2020	2021	2022	2023e	2024e	Osakekohtaiset luvut	2020	2021	2022	2023e	2024e
Liikevaihto	66,2	66,4	71,1	80,0	83,4	EPS (raportoitu)	0,05	0,12	0,09	0,10	0,13
Käyttökate	7,2	10,1	7,8	8,3	9,4	EPS (oikaistu)	0,10	0,07	0,10	0,10	0,13
Liikevoitto	2,5	6,5	4,8	5,3	6,4	Operat. kassavirta / osake	0,13	0,24	0,20	0,23	0,26
Voitto ennen veroja	2,1	5,7	4,2	4,6	5,9	Vapaa kassavirta / osake	-0,01	0,21	0,00	0,15	0,18
Nettovoitto	1,8	4,5	3,3	3,5	4,7	Omapääoma / osake	0,63	0,70	0,68	0,72	0,78
Kertaluontoiset erät	-2,0	2,1	-0,3	-0,2	-0,2	Osinko / osake	0,04	0,08	0,06	0,07	0,08
Tase	2020	2021	2022	2023e	2024e	Kasvu ja kannattavuus	2020	2021	2022	2023e	2024e
Taseen loppusumma	56,6	51,1	55,8	56,3	56,6	Liikevaihdon kasvu-%	3 %	0 %	7 %	12 %	4 %
Oma pääoma	23,4	25,5	24,8	26,1	28,3	Käyttökateen kasvu-%	n.a.	n.a.	-23 %	7 %	13 %
Liikearvo	26,5	26,4	26,8	26,8	26,8	Liikevoiton oik. kasvu-%	n.a.	n.a.	14 %	9 %	20 %
Nettovelat	12,3	7,9	12,4	9,6	6,0	EPS oik. kasvu-%	n.a.	n.a.	50 %	3 %	33 %
Kassavirta	2020	2021	2022	2023e	2024e	Käyttökate-%	10,8 %	15,2 %	11,0 %	10,4 %	11,3 %
Käyttökate	7,2	10,1	7,8	8,3	9,4	Oik. Liikevoitto-%	6,8 %	6,6 %	7,1 %	6,9 %	7,9 %
Nettokäyttöpääoman muutos	-2,0	-1,1	-0,7	0,1	0,0	Liikevoitto-%	3,8 %	9,8 %	6,7 %	6,6 %	7,7 %
Operatiivinen kassavirta	5,0	8,9	7,3	8,3	9,3	ROE-%	7,7 %	18,4 %	13,2 %	13,7 %	17,4 %
Investoinnit	-2,2	-1,3	-7,4	-2,8	-2,9	ROI-%	6,9 %	17,7 %	12,8 %	13,8 %	17,4 %
Vapaa kassavirta	-0,5	7,6	-0,2	5,5	6,5	Omavaraisuusaste	41,4 %	49,9 %	44,4 %	46,4 %	50,0 %
						Nettovelkaantumisaste	52,6 %	30,8 %	50,0 %	36,6 %	21,2 %
Arvostuskertoimet	2020	2021	2022	2023e	2024e						
EV/Liikevaihto	0,9	1,0	0,7	0,6	0,6						
EV/EBITDA (oik.)	8,4	6,3	6,5	6,1	5,0						
EV/EBIT (oik.)	13,3	14,4	10,0	9,3	7,2						
P/E (oik.)	12,7	23,2	10,7	11,2	8,5						
P/B	2,0	2,2	1,5	1,6	1,5						
Osinkotuotto-%	3,1 %	5,3 %	5,7 %	6,2 %	7,0 %						

Lähde: Inderes

Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

Raporteilla esitettävä informaatio on hankittu useista eri julkisista lähteistä, joita Inderes pitää luotettavina. Inderesin pyrkimyksenä on käyttää luotettavaa ja kattavaa tietoa, mutta Inderes ei takaa esitettyjen tietojen virheettömyyttä. Mahdolliset kannanotot, arviot ja ennusteet ovat esittäjiensä näkemyksiä. Inderes ei vastaa esitettyjen tietojen sisällöstä tai paikkansapitävyydestä. Inderes tai sen työntekijät eivät myöskään vastaa raporttien perusteella tehtyjen sijoituspäätösten taloudellisesta tuloksesta tai muista vahingoista (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 12 kuukauden kokonaistuotto-odotukseen (sis. kurssinousu ja osingot) ja huomioi Inderesin näkemyksen tuotto-odotukseen liittyvästä riskistä. Suosituspolitiikka on neliportainen suosituksiin myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään 2-4 kertaa vuodessa yhtiöiden osavuosikatsausten yhteydessä, mutta suosituksia ja tavoitehintoja voidaan muuttaa myös muina aikoina markkinatilanteen mukaisesti. Annetut suositukset tai tavoitehinnat eivät takaa, että osakkeen kurssi kehittyisi tehdyn arvion mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonmääritysmenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi. Käytettävät arvonmääritysmenetelmät ja tavoitehinnan perusteet ovat aina yhtiökohtaisia ja voivat vaihdella merkittävästi riippuen yhtiöstä ja (tai) toimialasta.

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

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

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

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

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

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

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

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

Suositushistoria (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
31.10.2018	Vähennä	0,52 €	0,50 €
28.1.2019	Vähennä	0,35 €	0,40 €
6.3.2019	Vähennä	0,45 €	0,47 €
15.5.2019	Vähennä	0,58 €	0,60 €
5.6.2019	Myy	0,68 €	0,71 €
24.7.2019	Vähennä	0,68 €	0,63 €
30.10.2019	Vähennä	0,80 €	0,75 €
26.2.2020	Vähennä	0,90 €	0,78 €
1.4.2020	Lisää	0,68 €	0,66 €
5.5.2020	Lisää	0,90 €	0,84 €
23.6.2020	Lisää	0,95 €	0,90 €
24.6.2020	Vähennä	1,30 €	1,19 €
28.10.2020	Lisää	1,40 €	1,28 €
19.2.2021	Lisää	1,80 €	1,43 €
28.4.2021	Lisää	2,00 €	1,97 €
10.6.2021	Lisää	2,00 €	1,72 €
23.7.2021	Osta	2,00 €	1,86 €
27.10.2021	Vähennä	1,80 €	1,59 €
18.2.2022	Lisää	1,50 €	1,33 €
27.4.2022	Lisää	1,45 €	1,24 €
28.6.2022	Lisää	1,35 €	1,17 €
22.7.2022	Vähennä	1,00 €	1,02 €
25.10.2022	Vähennä	1,00 €	1,00 €
10.2.2023	Lisää	1,35 €	1,20 €
26.4.2023	Lisää	1,45 €	1,29 €
20.7.2023	Lisää	1,35 €	1,11 €
11.9.2023	Lisää	1,35 €	1,14 €

Inderesin tehtävä on yhdistää pörssiyhtiöt ja sijoittajat. Tuotamme laadukasta analyysiä ja sisältöjä laajan sijoittajayhteisömmen tarpeisiin.

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

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

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

Inderes Oyj

Itämerentori 2
00180 Helsinki
+358 10 219 4690

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



STARMINE
ANALYST AWARDS
FROM REFINITIV



THOMSON REUTERS
ANALYST AWARDS



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



Mikael Rautanen
2014, 2016, 2017, 2019



Sauli Vilén
2012, 2016, 2018, 2019, 2020



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



Olli Koponen
2020



Joni Grönqvist
2019, 2020



Erkki Vesola
2018, 2020



Petri Gostowski
2020



Atte Riikola
2020

**Analyysi kuuluu
kaikille.**