

Vincit

Yhtiöraportti

12/2017

inde
res.

Sektorin parhaimmista

Vincit erottuu näkyvästi Suomen IT-markkinassa kulttuurillaan ja toimintamallillaan. Nykyisessä markkinatilanteessa tämä mahdollistaa yhtiölle markkinaa nopeamman kasvun jatkamisen Vincitin menestyessä osajakilpailussa. Lisäksi Vincitin strategia on viimeisen vuoden aikana kehittynyt oikeaan suuntaan, kun laajentuneet palvelualueet ovat tuoneet yhtiön liiketoimintaan jatkuvuutta, skaalautuvuutta ja vieneet yhtiötä resurssitoimittajan asemasta kohti liiketoimintakriittisemmän toimittajan roolia asiakkaalle.

Ketterä ja voimakkaasti kasvava IT-palveluyhtiö

Vincit on vuonna 2007 perustettu teknologiariippumaton IT-palveluyhtiö. Yhtiö tarjoaa ohjelmistokehityspalveluita (Vincit Development), omia alustapohjaisia ohjelmistoratkaisuja (Vincit Solutions) sekä ohjelmistoylläpito- ja kapasiteettipalveluita (Vincit Services) yrityksille ja julkisen sektorin asiakkaille pääosin Suomessa. Vincit kuvailee itseään pienenä ketteränä yrityksenä yhdistettynä ison yrityksen palvelutarjoamaan. Vuosina 2011-2016 Vincit on kasvanut keskimäärin 46 % vuodessa ja liikevoitto-% on ollut keskimäärin 21 %, mitkä ovat selkeästi sektorin parhaimpia lukemia.

Markkinafundamentit ovat vahvat ja suosivat pieniä ketteriä toimijoita

IT-markkinoilla eletään hyvin suotuisaa ajanjaksoa ja markkinan kysyntänäköymät ovat erinomaiset digitaalisuuden tullessa yhä kriittisemmäksi osaksi eri toimialojen liiketoimintamalleja. Lisäksi lukuisat markkinatrendit suosivat nyt pieniä, ketteriä ja työnantajaimagoltaan erottuvia toimijoita. Vincitin kaltaisten pienten toimijoiden heikkoutena kestävä arvomuodostuksen kannalta on niiden liiketoimintamallien painottuminen resurssivuokraukseen. Vincit on kuitenkin Javerdel-fusion haasteiden jälkeen rakentanut tämän vuoden aikana onnistuneesti yritysostoin ja kehityspanostuksilla liiketoimintamalliinsa uusia kasvavia palvelualueita ja skaalautuvaa tuotetarjontaa. Lisäksi yhtiö on modernisoinut ICT-palveluliiketoiminnan tarjontaa ja pystynyt jatkamaan voimakasta orgaanista kasvua.

Odotamme vahvaa orgaanista ja yrityskauppavetoista kasvua lähivuosille

Nykyisessä markkinatilanteessa ohjelmistokehityspalveluiden kasvu tehdään käytännössä rekrytoinneilla ja kannattavuus tehokkaan organisaatiomallin myötä korkeilla käyttöasteilla. Vincitillä on näistä vahvat näytöt, minkä myötä odotamme herkullisesta markkinatilanteesta nauttivien ohjelmistokehityspalveluiden ajavan yhtiön kasvua ja tuloskasvua. Kasvuprosentit kuitenkin hidastuvat rekrytointien kappalemääräisen vauhdin pysyessä ennallaan. Yhtiön kannattavuutta lähivuosina tukee ICT-palveluiden käänne sekä tuoteliiketoimintojen kehityspanostusten suhteellisen osuuden pienentyminen. Vuoden 2018 voimakasta kasvua ajaa erityisesti tänä vuonna tehdyt yrityskaupat.

Osakkeessa lievää nousuvaraa

Vincitin osaketta on hinnoiteltu suhteellisen korkeilla arvostuskertoimilla yhtiön listautumisen jälkeen. Yhtiön tämän vuoden voimakas kasvu sekä tehdyt yrityskaupat ovat kuitenkin painaneet arvostuksen viimein maltilliselle tasolle. Ensi vuoden ennusteilla osakkeen arvostus on linjassa sektorin keskimääräiseen tasoon nähden. Huomioiden yhtiön kasvunopeus, pidämme arvostusta nyt maltillisena. Osakkeen riskit liittyvät työnantajaimagon pysyvyyteen, yhtiön toimintamallin kestävyteen heikentyvässä markkinassa, yrityskauppoihin sekä kansainvälistymiseen.

Analytikot

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



Mikael Rautanen
+ 358 50 3460321
mikael.rautanen@inderes.fi



Suositus ja tavoitehinta

Lisää

Edellinen: Lisää



7,5 EUR

Edellinen: 7,2 euroa

Osakekurssi: 6,99 EUR

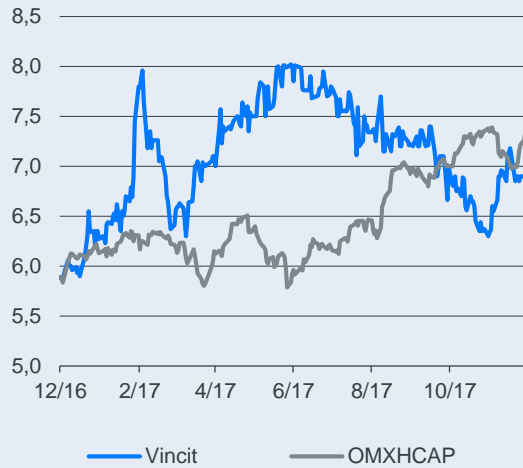
Potentiaali: 7,3 %

Avainluvut

	2016	2017e	2018e	2019e
Liikevaihto	32,1	41,6	55,0	62,3
- kasvu-%	23 %	30 %	32 %	13 %
EBIT (oik.)	5,0	4,8	7,1	8,5
- EBIT-%(oik.)	16 %	11,5 %	13 %	14 %
Tulos ennen veroja	3,1	4,1	6,3	7,8
Nettotulos (oik.)	3,6	3,1	5,2	6,2
EPS (oik.)	0,37	0,28	0,49	0,58
P/E (oik.)	16,1	25,3	14,4	12,0
EV/Liikevaihto	2,2	2,0	1,4	1,2
EV/EBIT (oik.)	13,8	17,2	11,2	8,9
Osinkotuotto-%	2,0 %	1,7 %	2,3 %	2,6 %

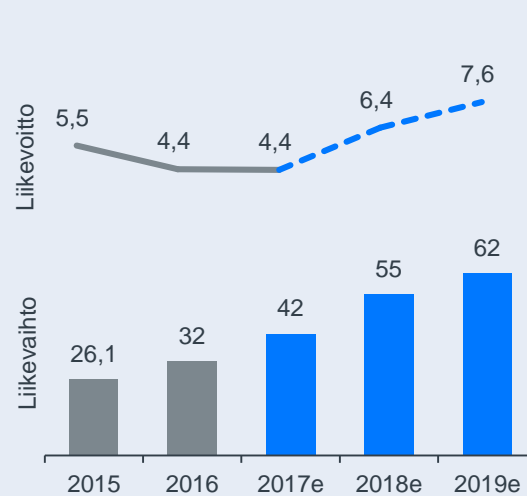
Lähde: Vincit, ennuste ja arvostus Inderes

Kurssikehitys

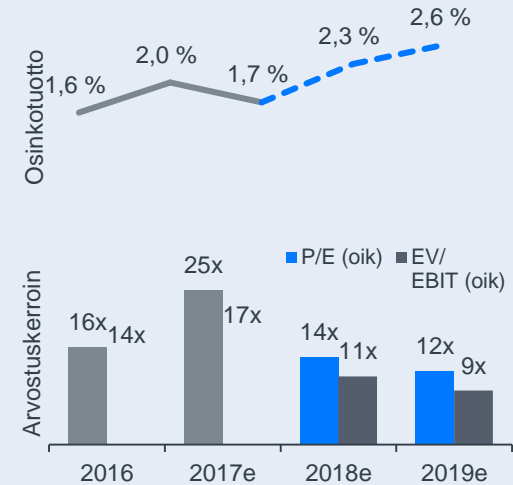


Lähde: Reuters

Liikevaihto ja liikevoitto



Arvostuskerroin ja osinko-%



Arvoajurit

- Markkinafundamentit erittäin vahvoja
- Markkinaa nopeampi orgaaninen kasvu
- Onnistuminen skaalautuvissa tuoteliiketoiminnoissa ja ohjelmistoylläpidossa
- Vahva kannattavuus ja kasvu osoituksena kilpailueduista



Riskitekijät

- Markkinatilanteen kääntymisen
- Henkilöstön ja vahvan kulttuurin säilyttäminen
- ICT-palvelu liiketoiminnan volyyymiherkkyys
- Tuotekehitysten kaupallistamisen epäonnistuminen
- Yritysostojen epäonnistuminen



Arvostus

- Sektoria parempi kasvu ja kannattavuus tukee arvostusta
- Tulokasvuun hyvät edellytykset liikevaihdon kasvun ja kannattavuusparannuksen kautta
- Arvostus on nyt sektorin tasolla ja maltillinen

Vincit lyhyesti

Vincit Group tuottaa ohjelmistokehitykseen ja -ylläpitoon liittyviä IT-palveluita yritysasiakkaille ja julkisen sektorin toimijoille.

46 %

CAGR KASVU-%
2011-2016

3 - 5 %

ICT- ja IT-palvelu-
markkinan enn. kasvu-%

6,5 ja 3,3 MRD EUROA
ICT- ja IT-palvelumarkkina
Suomessa

32,1 MEUR (+23 % vs. 2015)
VINCITIN LIIKEVAIHTO 2016

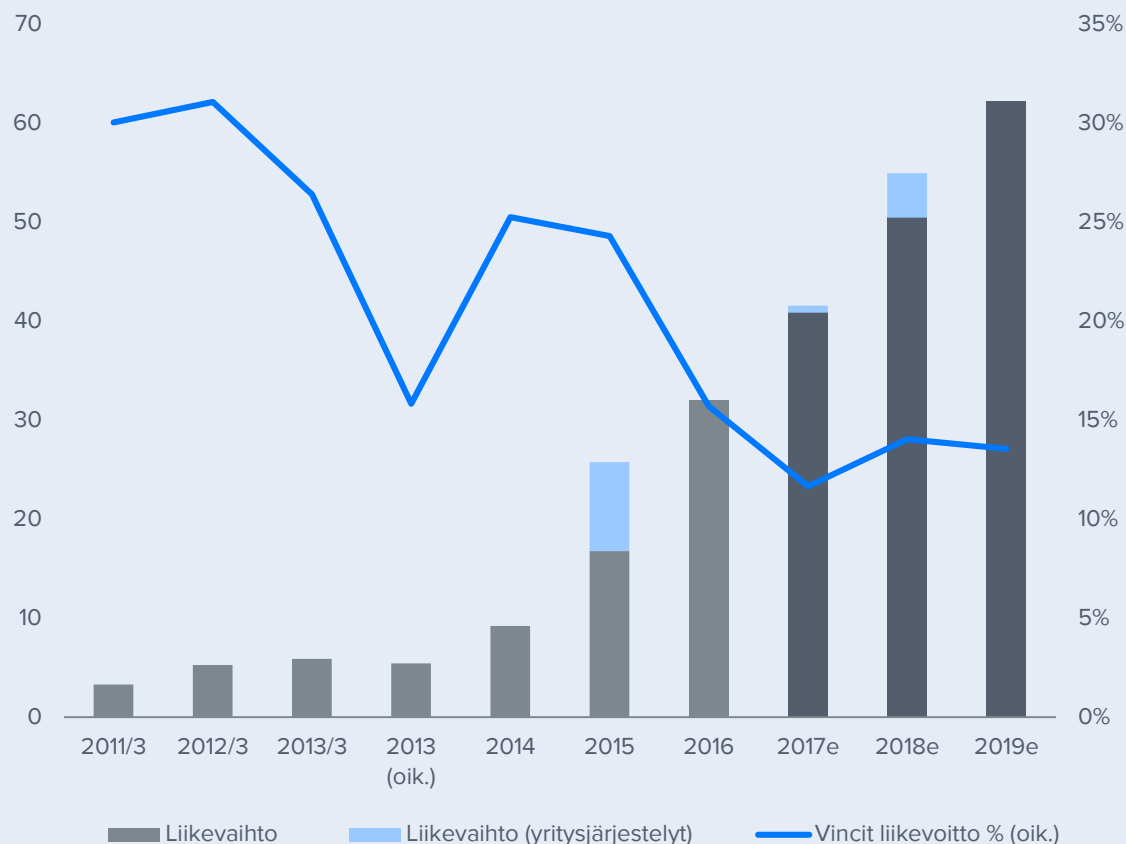
6,6 MEUR (20,7 % lv:sta)
VINCITIN KÄYTTÖKATE 2016

374 (28 %)

HENKILÖSTÖ JA
KASVU H1'17

TASE H1'17:
Omavaraisuus **58 %**
Gearing **5 %**

Liikevaihto ja liikevoitto-%



Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	s. 6-12
IT-palvelumarkkinat	s. 13-19
Kilpailu	s. 20-22
Strategia	s. 23-27
Historiallinen kehitys	s. 28-30
Ennusteet	s. 31-32
Arvonmääritys	s. 33-37
Taulukot ja riskiprofiili	s. 38-39
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	s. 40

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 1/4

Sektorinsa operatiivista kärkeä

Vincit on vuonna 2007 perustettu teknologiariippumaton IT-ohjelmistokehityksen suunnitteluun, tekniseen toteutukseen ja ylläpitoon erikoistunut yritys. Vuoden 2015 lopulla yhtiö fuusioitui Javerdel Oy:n ja United Finance Oy:n kanssa osakevaihdon kautta. Fuusion myötä Vincit laajensi ICT-palvelut osaksi tarjontaansa. Yhtiö listautui fuusion jälkeen lokakuussa 2016 First North -markkinapaikalle. Listautumisen jälkeen Vincit on vahvistanut ohjelmistokehitystoimintaansa kolmella strategisella yrityskaupalla ja investoinut skaalautuviin tuoteliiketoimintoihin. Listautumisen myötä myös valtaosasta yhtiön työntekijöistä tuli osakkeenomistajia.

Vincit kuvailee itseään pienenä ketteränä yrityksenä yhdistettynä ison yrityksen palvelutarjoamaan. Ohjelmistokehityksessä (arviolta noin 75 % liikevaihdosta) Vincitin asiakkaat ovat pääosin yrityksiä ja toimitukset projekteja. ICT-palvelut ovat pääosin jatkuvia palveluita ja asiakkaina on yksityisiä ja julkisen sektorin organisaatioita.

Vincitin ohjelmistokehitys- ja ICT-palvelutoimintojen liikevaihdot olivat arviomme mukaan noin 22 MEUR ja 10 MEUR viime vuonna. Yhtiöllä oli kesäkuun 2017 lopussa yhteensä 374 työntekijää ja yhtiön liiketoiminta perustuu vahvasti asiantuntijamyyntiin.

Vincitin asiakaskunta on yhtiön suurinta asiakasta lukuun ottamatta suhteellisen hajautettua. Vincit poikkeaa monista muista ohjelmistokehittäjistä siinä, että yhtiö palvelee myös monia pieniä asiakkaita start-up -yrityksistä alkaen. Kyky toteuttaa myös pieniä projekteja pienille asiakkaille ketterästi ja tehokkaasti on todennäköisesti ollut myös yksi Vincitin

menestystekijöitä. Erityisesti osaajien viihtyvyyden näkökulmasta mielenkiintoiset projektit ovat tärkeässä roolissa. Yhtiön kasvaessa kuitenkin keskimääräinen asiakaskoko on kasvanut trendinomaisesti. Arvioimme yhtiö suurimman asiakkaan olevan edelleen GE Healthcare, joka vastaa arviolta reilut 10 % liikevaihdosta. Seuraavat 19 suurinta asiakasta ovat arviolta noin 40 % yhtiön liikevaihdosta.

Vincitillä on vakuuttava historia kannattavasta kasvusta. Vincitin ohjelmistokehitystoiminta on vuosina 2011-2016 kasvanut arviolta keskimäärin 37 % orgaanisesti ja käyttökate on ollut 24 %. Yhtiö on ollut selkeästi yksi sektorin menestyneimpiä yrityksiä tällä vuosikymmenellä. Lisäksi yhtiö on useasti valittu Suomen parhaaksi työpaikaksi ja viime vuonna myös Euroopan parhaaksi.

Päämarkkina ja pääkilpailijat Suomessa, ensimmäisiä askeleita kansainvälistymiseen

Vincitin päämarkkina on edelleen Suomessa, mutta yhtiö on myös aloittanut kansainvälistymisen avaamalla kaksi toimipistettä Yhdysvaltoihin. Suomessa yhtiöllä on toimipisteitä Helsingissä, Tampereella, Savonlinnassa ja Turussa. Tampere on yhtiön suurin yksikkö. Helsingin toimipiste avattiin vuonna 2015, mutta se on kasvanut ripeästi. Sekä Tampereen, Helsingin että Turun yksiköt tekevät pääosin ohjelmistokehitystä. Savonlinnassa yhtiöllä on Help Desk-yksikkö.

Palo Alton toimipiste avattiin vuoden 2016 alkupuoliskolla. Lisäksi yhtiö vahvisti pienellä XTOPOLY-yrityskaupalla Yhdysvaltojen toimintaa kesäkuussa. Yhdysvaltojen toiminnot työllistävät tällä hetkellä noin 15 henkilöä. Yhdysvaltoihin laajenemisen takana on vahva referenssi GE:n asiakkuudesta, mikä on tarjonnut yhtiölle

perustan hankkia uusia asiakkaita Yhdysvalloista. Vincitin tavoitteena on palvella Yhdysvaltojen markkinaa pääasiassa sen suomalaisilla, hinta/laatu-suhteeltaan kilpailukykyisillä resursseilla.

Vincit panostaa toiminnassaan voimakkaasti yrityskulttuuriin ja henkilöstöön. Yhtiön tavoitteena on erottua kilpailussa rekrytoimalla alan parhaita ja kokeneimpia osaajia. Yhtiön mukaan sen osaajilla on keskimäärin yli 10 vuoden työkokemus. Rekrytointiosaaminen kilpailutekijänä on korostunut entisestään johtuen vahvasta kysynnästä ja koodaripulasta.

Arvioimme Vincitin olevan jatkossakin alan rekrytointikilpailussa vahvoilla johtuen yhtiön hyvästä maineesta, erottuvasta kulttuurista, työnantajapalkinnoista sekä kannustavasta palkkausmallista. Asiantuntijoista kilpailtaessa vastaavasti suurempien IT-talojen vahvuutena on niiden kyky tarjota mahdollisuuksia edetä organisaation sisällä.

Asiakkaista kilpaillessa Vincit syö arviomme mukaan markkinaa suuremmilta IT-generalisteilta keskittymällä IT-markkinan kasvaville palvelualueille. Monien muiden pienten IT-toimijoiden tavoin Vincit pyrkii ketterällä toimintamallillaan ja vahvalla teknillisellä osaamisella haastamaan etenkin suuria IT-palvelutaloja asiakasorganisaatioissa. Lisäksi yhtiö uskoo ICT-palvelutarjonnan ansiosta pystyvänsä tarjoamaan asiakkaille laajempia kokonaisuuksia.

Vincitin pääkilpailijoita ohjelmistokehityksessä ovat perinteiset suuret järjestelmäintegraattorit kuten CGI, Accenture ja Tieto sekä pienemmät ohjelmistokehittäjät kuten Siili, Futurice, Reaktor ja Solita. ICT-palveluissa yhtiön kilpailijoita ovat esimerkiksi Elisa (Appelsiini), Fujitsu ja Enfo.

Kumppanit



Teknologiatoimittajat ja -yhteisöt

Toiminnot



Rekrytointi

Myynti

Ohjelmistokehitys-
palvelut (projektit)

Ohjelmistoylläpito

Ohjelmistoratkaisujen
tuotekehitys

Liiketoimintaidea

**Ketterä IT-palveluyhtiö yhdistettynä
isoon yrityksen palvelutarjoamaan.
Strategiana huomenna
tyytyväisemmät työntekijät ja
tyytyväisemmät asiakkaat kuin tänään**

Teknologiariippumaton
tehokas tekninen
toteutus

Asiakkaalle 100 %:n
tyytyväisyystakuu

VINCIT

Itseohjautuva
organisaatorakenne

Vahva työntekijä
mielikuva ja
henkilöstöomistus

Kilpailu

IT-generalistit

Ketterät
ohjelmisto-
kehittäjät

accenture



CGI

SOLTEQ

INNOFACTOR®

digia

futurice

siili_

Reaktor

idean

SOLITA

GOFORE

Osaamisalueet



Ohjelmistokehitys

Palvelu-
muotoilu

Mobiili-
sovellukset

Sulautetut
järjestelmät

Verkko-
palvelut

IoT

ICT-palvelut

Pilvipal-
velut

Sovellus-
ratkaisut

IaaS



Alihankkijat,
resurssivuokraajat

Asiakassegmentit

Asiakkaana erilaiset yritykset ja julkisen sektorin asiakkaat ilman toimiala- tai kokorajasta pääasiassa Suomen alueella. Esimerkkejä suurimmista asiakassegmenteistä:



Terveysteknologia

Finanssi

Media

Teollisuus ja palvelut

Julkishallinto

Kustannus- rakenne

374 hlö (H1'17)

25 m€ (2016)



Henkilöstökulut
(65 % kustannuksista)



Alihankkijat ja ostot
(12 %)



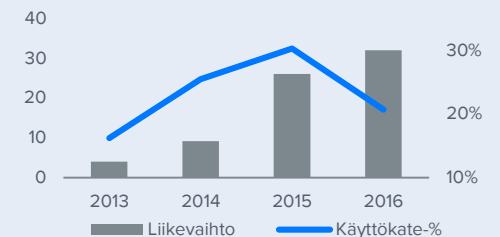
Liiketoiminnan muut kulut
(23 %)

Tulovirrat

Projekti- ja jatkuva liiketoiminta
(Inderes arvio)



Liikevaihto 32,1 m€
EBITDA 6,6 m€ (2016)



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 2/4

Kaksi pääliiketoimintaa

Vincitin liiketoimintamalliin kuuluu kaksi pääliiketoimintaa: ohjelmistokehitys (Vincit Development) ja ICT-palvelut (Vincit Services). Lisäksi yhtiöllä on alustapohjaisia omia ohjelmistoratkaisuja (Vincit Solutions) sekä yksi SaaS-mallinen tuoteaihiio (LaaS-tuote).

IT-ohjelmistokehitys on tuntilaskutukseen pohjautuvaa projektiliiketoimintaa, joka on tällä hetkellä erittäin kannattavaa ja vahvassa kasvussa. Asiakkaita ovat pääosin yritykset eri kokoluokissa. ICT-palvelut on pääosin monivuotisiin sopimuksiin pohjautuvaa jatkuvaa liiketoimintaa, jonka kannattavuus on herkkä tehokkuudelle ja volyyminmuutoksille. ICT-palveluissa yhtiö tavoittelee keskisuuria yritysasiakkaita sekä julkisen sektorin organisaatioita.

Yhdistämällä ohjelmistokehitys- ja ICT-palvelut Vincit on tavoitellut suurempaa kokoa ja sitä kautta suurempaa uskottavuutta. Lisäksi yhtiö näkee liiketoiminnoilla tiettyjä synergioita. Esimerkiksi Vincitin projektiliiketoiminnan jatkoksi on helpompi myydä samalta toimittajalta myös jatkuvia ylläpitopalveluita, jolloin asiakas saa samalta toimittajalta palvelut koko elinkaarelle. Yhtiön mukaan ICT-palvelutoiminta (Vincit Services) on myös suuremman kokoluokan ansiosta päässyt kiinni aiempaa suurempiin asiakkuuksiin. Vincit on modernisoinut ICT-tarjontaansa tukemaan ohjelmistokehityspalveluita sekä vastaamaan paremmin markkinan kasvutrendejä. Erityisesti siirtymä pilviympäristöihin tuo ohjelmistokehityksen ja kapasiteettipalvelut lähemmäksi toisiaan.

Toimialalla on ollut suurempia yrityksiä lukuun ottamatta melko harvinaista, että ohjelmistokehittäjä tarjoaa myös ICT-palveluita (esim. konesali). Infrastruktuuripalveluiden siirtymä pilveen (kuten AWS, Google) on kuitenkin avannut pienille toimijoille pääsyn markkinaan, joka on ollut aiemmin pääasiassa vain suurten toimijoiden käsissä.

Viimeisen vuoden aikana Vincit on kehittänyt molempia pääliiketoimintojaan. Yhtiö on kuluvan vuoden aikana tehnyt kaksi pientä yrityskauppaa palvelumuotoilussa, mikä vahvistaa Vincitin tarjontaa asiakkaan elinkaaren alkupäässä. Lisäksi yhtiö vahvisti ohjelmistokehityksen ja -ylläpidon osaamista Turun alueella noin 40 hengen yrityskaupalla marraskuussa 2017. Yhtiö on myös kertonut Googlen kanssa tehdystä yhteistyösopimuksesta, jolla ICT-tarjontaa siirretään perinteisestä konesalista moderniin pilvikapasiteettiin.

Skaalautuvuutta ohjelmistotuotteista

Vincit on kuluvan vuoden aikana jatkanut omien ohjelmistotuotteiden kehitystä. Vincit Solutions -liiketoiminta suunnittelee ja rakentaa pääasiassa olemassa olevien teknologia-alustojen päälle sovellusratkaisuja, jotka ovat esimerkiksi toimialakohtaisesti räätälöityjä. Vincit Solutions työllistää noin 30 henkeä. Yhtiön omat tuotteet ovat alkaneet tuottaa liikevaihtoa, minkä takia yhtiö ei enää aktivoi kehitysmenoja. Tuotteiden liikevaihtovaikutus on kuitenkin käsityksemme mukaan vielä pientä ja kehitysmenot liikevaihtoa suurempia tällä hetkellä.

Vincit Solutionsin tuotteita ovat esimerkiksi Microsoft CRM:n päälle rakennetut ratkaisut,

Signicatin teknologiaan liittyvä sähköisen allekirjoituksen ratkaisu sekä M-Filesin tiedonhallintateknologian päälle rakennetut toimialakohtaiset ratkaisut. Lisäksi yhtiö myy näihin ratkaisuihin liittyvää asiantuntijatyötä, mikä tuo arviomme mukaan tällä hetkellä merkittävän osan Vincit Solutionsin myynnistä.

Vincitillä on myös kokonaan omaan teknologiaan perustuva mielenkiintoinen tuoteaihiio "Leadership as a service" (LaaS), joka auttaa ihmisiä johtamaan itse itseään paremmin ja helpommin. Kyseinen ratkaisu tehtiin aluksi yhtiön omaan käyttöön, mutta suuren kiinnostuksen takia yhtiö on päättänyt kehittää tuotteesta kaupallisen ratkaisun. LaaS:in luvataan tuovan johtamiseen huomattavaa tehokkuutta, tyytyväisempiä työntekijöitä ja organisaatiolle tuuvia säästöjä säästetyn ajan muodossa. LaaS-tuote ei tuota vielä olennaista liikevaihtoa. Yhdeksi luontevaksi jälleenmyyntikanavaksi ovat muodostumassa HR-konsultit, joiden kanssa yhtiö on jo tehnyt muutamia sopimuksia.

LaaS-tuotteen markkinat ovat globaalit ja sitä tarjotaan SaaS-mallisena ratkaisuna hinnoittelun perusteessa käyttäjämääriin. SaaS-mallilla toimiva globaali huomattavia myynti- ja kehityspanostuksia edellyttävä tuote istuu huonosti Vincitin ydinliiketoimintaan. Siten pidämme mahdollisena, että yhtiö tulee eriyttämään LaaS:in Vincitistä, mikäli investointeja päätetään kiihdyttää merkittävästi. LaaS-tuote sijaitsee konsernissa Vincit Developmentin alapuolella, joten sen kehitystyön sitomat resurssit rasittavat ohjelmistokehityspalveluiden kannattavuutta.

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 3/4

Tyypilliset asiakkuudet

Ohjelmistokehityksessä Vincitin projektit lähtevät liikkeelle tarjouspyynnöistä, joissa yhtiö kilpailee tyypillisesti muutamaa toimijaa vastaan. Asiakkaiden tarjouspyyntöjen yksityiskohtaisuus vaihtelee suuresti ja on alalle hyvin tyypillistä, ettei asiakas vielä tarjousvaiheessa tiedä tarkalleen, mitä se tarvitsee. Asiakkaalla ostajana on tyypillisesti tietohallintojohtaja tai liiketoimintajohtaja. Tarjouksen ratkaisee yleensä henkilökemiat, referenssit tai Vincitin tekninen osaaminen. Vincitin teknisen osaamisen lisäksi yhtiölle tärkeä kilpailuetu on 100 %:n tyytyväisyystakuu. Rajua hintakilpailua ei ole, sillä asiakkaat ymmärtävät pääsääntöisesti, ettei konsultin tuntihinta ole ratkaiseva tekijä. Nykyisessä markkinatilanteessa hinnoissa on käsityksemme mukaan enemmänkin nousupaineita.

Tyypilliset projektit lähtevät liikkeelle pilottihankkeesta, jossa rakennetaan luottamus. Samalla Vincitin myyntivastaava luovuttaa projekti- ja lisämyyntivastuun tiimivetäjälle. Tämän jälkeen projekti etenee iteroivasti. Vincit pitää asiakkaan kanssa säännöllisiä palavereita projektin edetessä. Tällöin tarkistetaan, että asiakas on jatkuvasti projektin edetessä tyytyväinen laatuun ja projektin suunta on oikea. Näin yhtiö varmistaa, ettei 100 %:n tyytyväisyystakuuta tarvitse ulosmitata projektin päättymisen jälkeen, vaan virheisiin voidaan reagoida heti ja kannattavuudelle turmiollisilta projektiylyyksiltä vältytään. Kaikki projektit tehdään tuntiveloituksella ja ne laskutetaan kuukausittain. Vincit ei siis kannaa liiketoiminnassaan projekririskiä tekemällä kiinteähintaisia projekteja, mikä myös poikkeaa

monista muista IT-palvelu yrityksistä.

Vincitin ohjelmistokehityksen asiakkaina on niin suuret yhtiöt, kasvuyhtiöt kuin myös start-upit. Projektien koot vaihtelevat muutamasta kymmenestä tuhannesta satoihin tuhansiin euroihin. Pituudeltaan projektit ovat suhteellisen lyhyitä ja harvoin yli kuuden kuukauden mittaisia. Poikkeuksena tähän on yhtiön ensimmäinen ja suurin asiakas GE, joka vastaa arviolta reilut 10 % liikevaihdosta. Tavallaan GE:n liikevaihdon voi lukea Vincitille jatkuvaksi liiketoiminnaksi, koska ymmärryksemme mukaan yhtiö on pitkän historiansa ja korkean osaamisen myötä niin syvällä asiakkaansa liiketoimintakriittisissä prosesseissa, että IT-toimittajan vaihtaminen olisi haastavaa. Mitä suurempia ja liiketoimintakriittisempiä projektit ovat, sitä enemmän asiakas alkaa vaatia IT-toimittajalta myös kyvykkyksiä ylläpitoon ja jatkuvaan palvelutuotantoon.

ICT-palveluissa Vincitillä on muutamia suurempia kilpailijoita ja useita pieniä kilpailijoita. ICT-palvelusopimusten kestot ovat perinteisesti olleet 36 kuukaudesta ylöspäin ja kuukausiveloitteisia. Uusissa sopimuksissa ei tyypillisesti edellytetä pitkiä sopimuskausia. Lyhytkestoisissa sopimuksissa asiakas joutuu kuitenkin kantamaan itse alkuinvestointiin liittyvät kustannukset. Pitkissä sopimuksissa asiakkaan kustannus on tasainen yli ajan ja toimittajan kannattavuus paranee sopimuskauden loppua kohden. ICT-palveluiden suurin asiakkaus on arvoltaan noin 100 tuhannen euron luokassa per kuukausi. ICT-palveluliiketoiminnan pääkohderyhmää ovat 100-2000 käyttäjän organisaatiot, jotka eivät ole suurimpien kilpailijoiden fokuksessa.

Suuremmissa asiakkuuksissa hintapaine on tyypillisesti kovempaa.

ICT-palveluiden tarjoukset ovat usein formaaleja, koska asiakas kykenee määrittelemään tarkasti tarpeensa ja alan palvelut ovat hyvin vakiintuneita. Kilpailutekijöinä korostuvat luottamus ja yksikköhinnat. Hinnoittelumalleja on kuitenkin useita erilaisia, mikä vaikeuttaa hintojen vertailua asiakkaalle.

ICT-palveluissa asiakkaan tulee huomioida palvelutoimittajan vaihtamisen kustannus, mikä vaikuttaa asiakkaan päätöksentekoon varsinkin isompien IT-ympäristöjen ulkoistussopimuksissa. Uusi sopimus käynnistyy käyttöönottoprojektilla, jossa mahdollisesti käydään edeltäneen sopimuksen hävinneen toimittajan kanssa prosessit läpi. Tämän jälkeen palvelun tuotanto alkaa jatkuvana palveluna.

Vincitillä on ICT-palveluliiketoiminnassa myös pieni konesali, sillä jotkin asiakkaat vaativat, että tieto säilytetään Suomessa omissa konesaleissa. Oman konesalin pyörittäminen ei kuitenkaan ole yhtiölle liiketoiminnan ytimessä itse infrastruktuurin siirtyessä pilveen suurille toimijoille. Suurten toimijoiden infrastruktuurin (kuten AWS, Azure, Google) integraatio- ja ylläpitopalvelun tarjoaminen on kuitenkin kasvumahdollisuus pienille palvelutoimittajille, kun asiakkaat eivät välttämättä osta enää yhtä kokonaisuutta, vaan konesalin tila, laitteet ja palvelu voidaan kilpailuttaa erikseen. Vincit pyrkii etenkin Google-yhteistyön kautta tähän markkinaan ja suurempiin asiakkuuksiin.

Liiketoiminnot ja niiden vaiheet elinkaarella

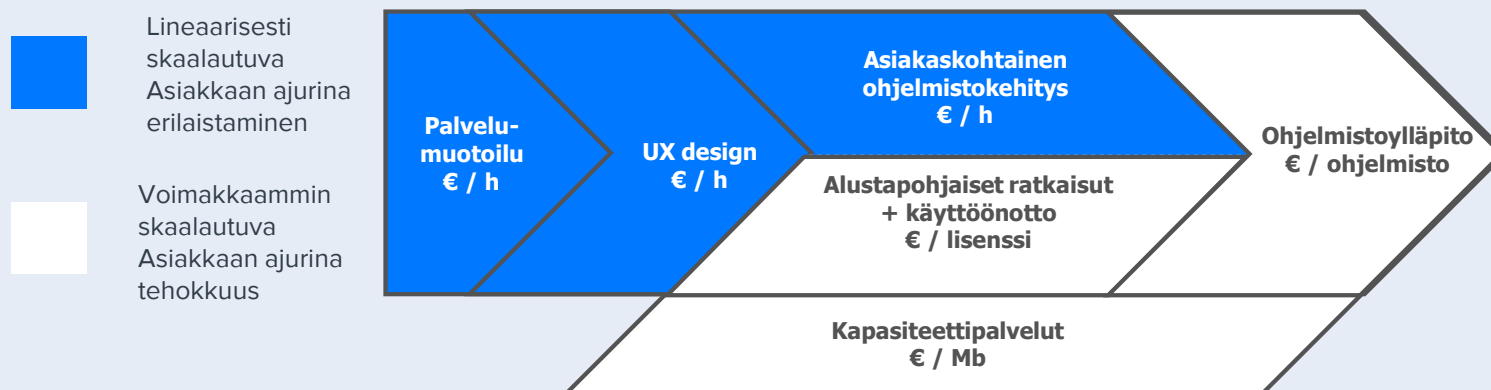
Vincitin liiketoiminnot	Vincit Group Oyj				
	Vincit CoOp (Helsinki)	Vincit California	Vincit Development (Tampere, Turku ja Vallila)	Vincit Solutions	Vincit Services
Omistus	86,5%*	100 %	100 %	94**	100 %
Liiketoiminta	Ohjelmistokehitys - Projekti		Omat ohjelmistotuotteet		Ylläpito - Jatkuva
Liikevaihto 2017e	Noin 32 MEUR			Alle 1 MEUR	Noin 9 MEUR
Henkilöstö	Noin 60	Noin 15	Noin 290	Noin 30	Noin 50
Kasvuajuri	Markkinan vahva kysyntätilanne		Uudet tuotteet		Ristiinmyynti, uudet palvelut
Riski	Henkilöstö	Kansainvälistyminen	Henkilöstö	Teknologia	Hintakilpailu

Lähde: Vincit ja Inderes

*Henkilöstöllä 13,5% ääni- ja 27 % osinko-oikeus

**Henkilöstöllä 6 % omistusosuus

Vincitin palveluvaiheet elinkaarella ja skaalautuvuus



Lähde: Vincit / Inderes

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 4/4

Henkilöstö avainasemassa – työnantajaimago ja kulttuuri houkuttelee osaajia

Vincit on koko olemassaolonsa ajan panostanut erityisesti kahteen asiaan: henkilöstö- ja asiakastyytyväisyyteen. Osoituksena ensimmäisestä Vincit Oy on valittu kolme kertaa Suomen parhaaksi työpaikaksi Great Place to Work -mittauksessa. Viimeisin voitto saavutettiin helmikuussa 2016. Viime vuonna Vincit Group valittiin myös Euroopan parhaaksi työpaikaksi samassa kilpailussa. Alkuvuoden aikana yhtiö lanseerasi uuden LaaS-mallin (Leadership as a Service), jossa kukin työntekijä voi valita tarvitsemiaan johtamispalveluita omien tarpeidensa mukaan.

Vincitin liiketoiminnassa alan tyyppisestä poikkeavaa on yhtiön matala organisaatorakenne ja asiantuntijoiden palkkausmalli, jossa asiantuntijoiden palkasta osa perustuu niiden tuottamaan laskutukseen. Siili Solutionsilla oli aiemmin käytössään hyvin vastaava palkkausmalli, mutta käsityksemme mukaan Siili on kasvun myötä pääosin luopunut sen käytöstä. Vincitin matala organisaatorakenne ja palkkakannustin näkyvät yhtiöllä korkeampina käyttöasteina ja siten hyvänä kannattavuutena. Palkkamalli on myös arviomme mukaan yhtiölle yksi tärkeä kilpailuetu rekrytoinneissa. Joustavan palkkamallin lisäksi Vincit Helsingin yhtiön työntekijät ovat tytäryhtiön osakkaita ja saavat palkan lisäksi osinkoja.

Vincit käyttää toiminnassaan myös alihankintaa, mutta tämän osuus on suhteellisesti pieni. Alihankintaa käytetään silloin, kun yhtiö tarvitsee jotain erityistä osaamista. Yhtiö myy myös omaa asiantuntemusta alihankintana muille kilpailijoille. Alihankinnan käyttö kilpailijoiden kesken on alalla melko tyyppillistä.

Ohjelmistokehityksen palvelualueet

Vincitin vahvuuksia ja erityisosaamisalueita ohjelmistokehityksessä ovat palvelumuotoilu, verkkopalvelut ja tietojärjestelmät, mobiilisovellukset, sähköiset palvelut ja tietojärjestelmät, sulautetut järjestelmät sekä teollinen internet. Yhtiö on monien kilpailijoidensa tavoin vahvistanut tänä vuonna erityisesti asiakkaan elinkaaren alkupäässä olevaa palvelumuotoilun osaamista. Kilpailijoista Vincit erottuu erityisesti teknisellä osaamisellaan. Käsityksemme mukaan markkinat yhtiön osaamisalueille kasvavat tällä hetkellä edelleen kaksinumeroista vauhtia ja kilpailu painottuu osaajien rekrytointiin. Nämä kasvavat alueet liittyvät usein palveluihin, joilla asiakkaat erilaistavat liiketoimintaansa tai luovat digitaalisuudella uutta liiketoimintaa. Hinnan merkitys kilpailussa on tyyppillisesti pieni.

ICT-palvelut

ICT-palveluissa Vincitin tarjonta sisältää pilvipalveluita, sovellusratkaisuja ja laaS-ratkaisuja (Infrastructure as a Service). ICT-palveluissa markkinan kilpailu on kovaa ja palvelutarjonnalla erottuminen vaikeaa ja tehokkuus tärkeä kilpailutekijä.

Vahvuudet ja heikkoudet

Vincitin vahvuuksia näkemyksemme mukaan ovat:

- Suuren toimijan laaja palvelutarjoama ja pienen yrityksen ketteryyt.
- Yrityskulttuuri ja rekrytointiosaaminen mahdollistavat muita nopeamman kasvun markkinan osajakilpailussa.
- Kevyt ja itseohjautuva organisaatiomalli tuo

tehokkuuden, mikä mahdollistaa muita korkeamman kannattavuuden.

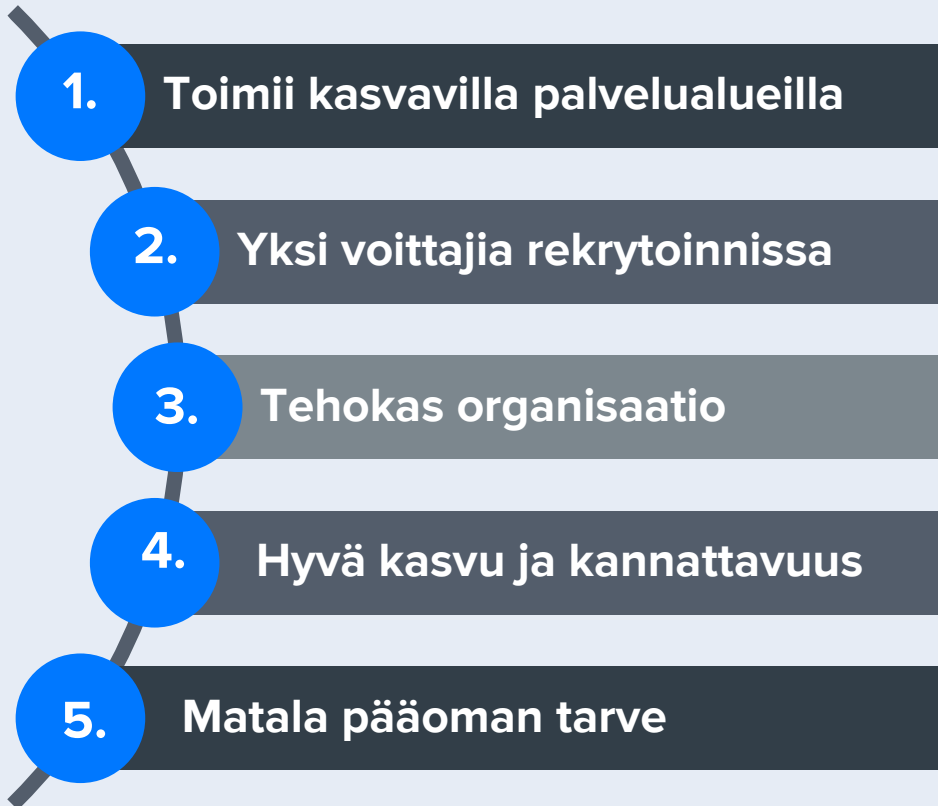
- Vahva tekninen osaaminen.
- 100 % tyytyväisyystakuu on uniikki lupaus markkinoilla.

Yhtiön vahvuudet näkyvät hyvin vahvana kasvuna (tehokas rekrytointi ja hyvä pysyvyys), korkeina käyttöasteina (kevyt ja tehokas organisaatio) ja edelleen korkeana kannattavuutena.

Yhtiön keskeisiä riskejä mielestämme ovat:

- Lähiajan riskit liittyvät pääosin vallitsevaan osajakilpailuun IT-markkinoilla sekä yhtiön kykyyn jatkaa rekrytointeja.
- Yhtiö voi epäonnistua nopeiden IT-markkinan trendien ennakkoinnissa ja panostaa väärille osaamisalueille.
- Yhtiön kyky panostaa tulevien markkinatrendien mukaisiin palvelualueisiin.
- Yrityskauppoihin ja niiden integrointiin liittyvät riskit.
- Kasvun myötä yhtiön kulttuuri voi dilutoitua. Tätä yhtiö pyrkii vastavaikuttamaan pitämällä toimipisteitä/organisaatiota solumaisina.
- Kansainvälistymiseen liittyy yleisesti useita riskejä. Vincit on ymmärtääksemme kuitenkin lähtenyt liikkeelle vain maltillisilla etupainotteisilla investoinneilla.
- Yhtiön panostukset tuoteliiketoimintoihin tuovat kuluja, mutta niiden kaupallinen onnistuminen on epävarmaa.

Sijoitusprofiili



Potentiaali

- Markkinanäkymät Vincitin palvelualueilla vahvoja
- Vahva työntajakuva mahdollistaa markkinoita vahvemman orgaanisen kasvun
- Skaalautuvien omien tuotteiden toiminnan kasvu

Riskit

- Markkinatilanteen kääntyminen
- Henkilöstön, kulttuurin ja työnantajaimagon säilyttäminen
- Tuoteliiketoimintojen onnistuminen
- Yrityskaupat ja kansainvälistyminen

IT-palvelumarkkinat 1/5

Markkinan koko ja kasvu

Markkina kääntynyt hyvään vetoon

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

IT-palvelumarkkinan euromääräisen koon määritelmä on mielestämme hämartyvässä, sillä IT-yhtiöiden toimintakenttä risteää yhä vahvemmin uusien rinnakkaismarkkinoiden kanssa, joita ei ole perinteisesti katsottu kuuluvan IT-markkinoihin (sivu 15). Näitä ovat esimerkiksi design, markkinointi ja palvelumuotoilu. Monien IT-alan yritysten ja myös Vincitin näkökulmasta markkinan sisäinen murros on paljon keskeisempää kuin itse markkinan kasvu.

Suomessa IT-palvelumarkkina käytännössä polki paikallaan tai kasvu oli hyvin nihkeää läpi vuodet 2010-2015. Kasvu oli usean vuoden ajan nollan tuntumassa tai hieman sen yläpuolella sektorilla seuraamiemme yhtiöiden markkinakommenttien perusteella. Markkinassa nähtiin kuitenkin selkeä piristyminen vuoden 2016 aikana. Tähän vaikutti osin Suomen taloustilanteen piristyminen sekä asiakasorganisaatioiden herääminen digitalisaatioon. Käytännössä puheet digitalisaatiosta ovat alkaneet konkretisoitua voimistuvaksi IT-palveluiden kysynnäksi. Asiakkaat ovat alkaneet ymmärtää, mitä digitalisaatio ja digitransformaatio tarkoittaa heidän liiketoiminnalle ja mitä investointeja

heidän tulee sen eteen tehdä.

Vincit on ollut vahvassa orgaanisessa kasvussa läpi 2010-luvun, eikä yleisen markkinan hidas kasvu ole jarruttanut vauhtia. Markkinakasvua huomattavasti nopeamman kasvun taustalla on ollut Vincitin asemoituminen IT-markkinan kasvaville alueille. Myös yhtiön menestys osaajakilpailussa on ajanut Vincitin markkinaa nopeampaa kasvua viime vuosina.

IT-investoinneilla haetaan nyt myös uutta liiketoimintaa

2010-luvun alkupuoliskon taantumaolosuhteissa yritysten ja julkishallinnon kysyntä IT-ratkaisuissa painottui liiketoiminnan tehokkuutta parantaviin ja nopeita kustannussäästöjä tuoviin IT-ratkaisuihin. Niiden ohjelmistojen hankintaa lykättiin, jotka eivät olleet liiketoiminnan kannalta kriittisiä tai välttämättömiä. Lisäksi IT-hankinnat alkoivat painottua pienempiin ja nopeasti toimitettaviin projekteihin, mikä tuki pieniä ja ketteriä toimijoita.

Digitalisaatiomurroksen ja talouden piristymisen myötä IT:n ostaminen on kuitenkin alkanut siirtyä kohti investointeja, joilla luodaan uutta liiketoimintaa ja erottumistekijöitä, kun pelkän kustannustehokkuuden tavoittelu ei enää riitä kilpailussa. IT:n ostaja on tällöin usein liiketoiminta tai tuotekehitys eikä tietohallinto tai tukitoiminnot. Digitalisaation strategisen roolin takia IT:stä on tullut useilla toimialoilla ylimmän johdon ja hallituksen asia, mikä on merkittävä muutos verrattuna perinteiseen tietohallintoa palvelemaan maailmaan. Tämä on myös tukenut pieniä ja ketteriä toimijoita (kuten Futurice ja Reaktor), jotka ovat profiloituneet digipalveluiden kehittäjiksi, joilla on myös digitaalisen liiketoiminnan ymmärrystä.

IT-hankintojen aktiviteetti vaihtelee myös asiakassektoreittain. IT-markkinan toimijat ovat tyypillisesti hajauttaneet liiketoimintansa palvelemaan useiden eri sektoreiden asiakkaita, sillä syklisyys on projektiliiketoiminnalle haastavaa. Julkinen sektori on myös tärkeä IT:n ostaja ja edustaa merkittävää osuutta markkinasta. Julkisen sektorin palveleminen vaatii kuitenkin toimijoilta erityisosaamista sen poikkeavan ostoprosessin takia.

Markkinan kasvunäkymät ovat hyvät

IT-palvelumarkkinan kasvunäkymät ovat Suomessa ja Pohjoismaissa paremmat kuin vuosiin. Markkinatutkimusyhtiö Gartnerin (Marketvisio) ennusteen mukaan vuonna 2017 IT-kokonaismarkkinat kasvavat Suomessa 3,1 prosenttia (IT-palvelut 4,9 %) ja kasvu kiihtyy edellisvuodesta. Arviomme mukaan markkinalla on tänä vuonna realistiset edellytykset markkinatutkimuslaitosten ennusteita nopeampaan kasvuun.

Markkinan piristyminen johtuu osin Suomen taloustilanteen piristymisestä. Suurempana ajurina mielestämme on digitalisaatiomurros, jonka myötä organisaatioiden IT-hankinnat ovat alkaneet painottua yhä enemmän uutta liiketoimintaa ja ansaintaa luoviin ratkaisuihin perinteisten sisäistä tehokkuutta parantavien järjestelmien sijaan. Yhä useammat asiakasorganisaatiot myös kohtaavat digitalisaation myötä uutta kilpailua, mikä on pakottanut niitä kasvattamaan investointeja. Digitalisaation IT-markkinalle antama piristysruiske on mielestämme vasta käynnistynyt. Monilla toimialoilla yrityksille on ollut vielä epäselvää, mitä digitalisaatio niiden liiketoiminnalle tarkoittaa.

IT-palvelumarkkinat 2/5

Yrityksissä kuitenkin aletaan ymmärtää, että tulevaisuudessa liiketoimintamallit ja kilpailuedut rakentuvat yhä vahvemmin digitaalisuuden ympärille. Siten markkinan kysyntäfundamentit ovat mielestämme vakaalla pohjalla vielä vuosiksi eteenpäin IT-palveluyhtiöille ja lähivuosina kysyntää suuremman huolen aiheuttaa osaajien saatavuus. Talouden mahdollinen taantuma on toki myös merkittävä riski, sillä asiakkaiden on helppo jarruttaa investointeja tarvittaessa nopeastikin.

Kilpailu käydyään osaajista

IT-markkinan suotuisasta kysyntätilanteesta johtuen viimeisen vuoden aikana markkinan kilpailu on kääntynyt yhä voimakkaammin asiakkaista osaajiin erityisesti ohjelmistokehityksessä. Sektorin yhtiöiden kanssa käymiemme keskustelujen perusteella yritykset joutuvat myymään tietyillä osaamisalueilla ”ei-oota” tai niiden kasvua olennaisesti rajoittaa osaajien saatavuus.

Osaajakilpailu on edelleen korostanut kulttuuria ja rekrytointiosaamista kilpailutekijänä. Voittajia tässä trendissä ovat jälleen olleet pienet ja ketterät toimijat, jotka erottuvat kulttuurillaan. Näitä toimijoita ovat erilaisten työnantajavertailujen (mm. GTPW, Academic Work) perusteella olleet Vincitin lisäksi esimerkiksi Reaktor, Futurice, Solita ja Gofore.

Osaajakilpailu näkyy konkreettisesti sektorin yhtiöiden näkyvinä rekrytointikampanjoina, joissa tyypillisesti tavoitellaan yli 100 henkilön rekrytointia vuoden aikana. Rekrytointisuunnitelmiaan tällä tavalla ovat esitelleet esimerkiksi Digia, Solteq, Eficode, Futurice, Gofore, Innofactor, Vincit, Solita ja CGI. Vincit on rekrytoinnissa hyvässä vauhdissa ja

rekrytoi 50 osaajaa vuoden ensimmäisellä vuosipuoliskolla. Monet toimijat ovat laajentaneet toimintaa uusiin kaupunkeihin päästäkseen kiinni uusiin rekrytointimarkkinoihin, kuten Vincit Turussa. Myös teollisuus kilpailee samoista osaajista ja digipuolen rekrytointi-aikeissa näkyviä ovat olleet esimerkiksi OP-ryhmä ja Kesko. IT-yhtiöiden asiakkaat ovat myös havainneet, että digitalisaatio on jatkuva prosessi, jota ei voi hankkia vain projektina IT-toimittajalta. Tämän takia myös teollisuus on aktivoitunut kilpailemaan samoista resursseista.

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

Kovasta osaajakilpailusta huolimatta sektorilla ei käsityksemme mukaan ole nähty olennaista

palkkainflaatiota ja toisaalta nykyisessä kysyntätilanteessa kustannusinflaatiota on saatu myös vietyä tuntihintoihin.

Suomesta ponnistetaan ulkomaille

Viime vuosien uutena trendinä suomalaisilla IT-yhtiöillä on ollut niiden pyrkimys kansainvälistyä, minkä perusteella suomalainen ohjelmistokehityksen osaaminen näyttäisi nyt olevan kansainvälisestikin kilpailukykyistä. Esimerkiksi lukuisat pienet suomalaiset IT-palveluyhtiöt (kuten Idean, Nixu, Siili, Reaktor ja myös Vincit) ovat laajentaneet toimintaansa Yhdysvaltojen markkinoille maassa vallitsevan digitalisaatiobuumin perässä. Yhdysvaltojen markkinan vahva kysyntä sekä IT-talojen ja internet-jättien kilpailu parhaista osaajista ovat nostaneet paikallisten IT-osaajien palkkoja. Hyvä kysyntänäkömä sekä korkeat IT-konsulttien tuntihinnat ovat vastaavasti houkutelleet markkinalle nyt eurooppalaisia toimijoita, jotka pyrkivät palvelemaan markkinaa osin edullisemmilla eurooppalaisilla resursseilla.

Uusilta kansainvälisiltä markkinoilta haetaan kotimarkkinaa vauhdikkaampaa kasvua sekä parempaa tuntumaa IT-markkinan ja teknologian trendeihin.

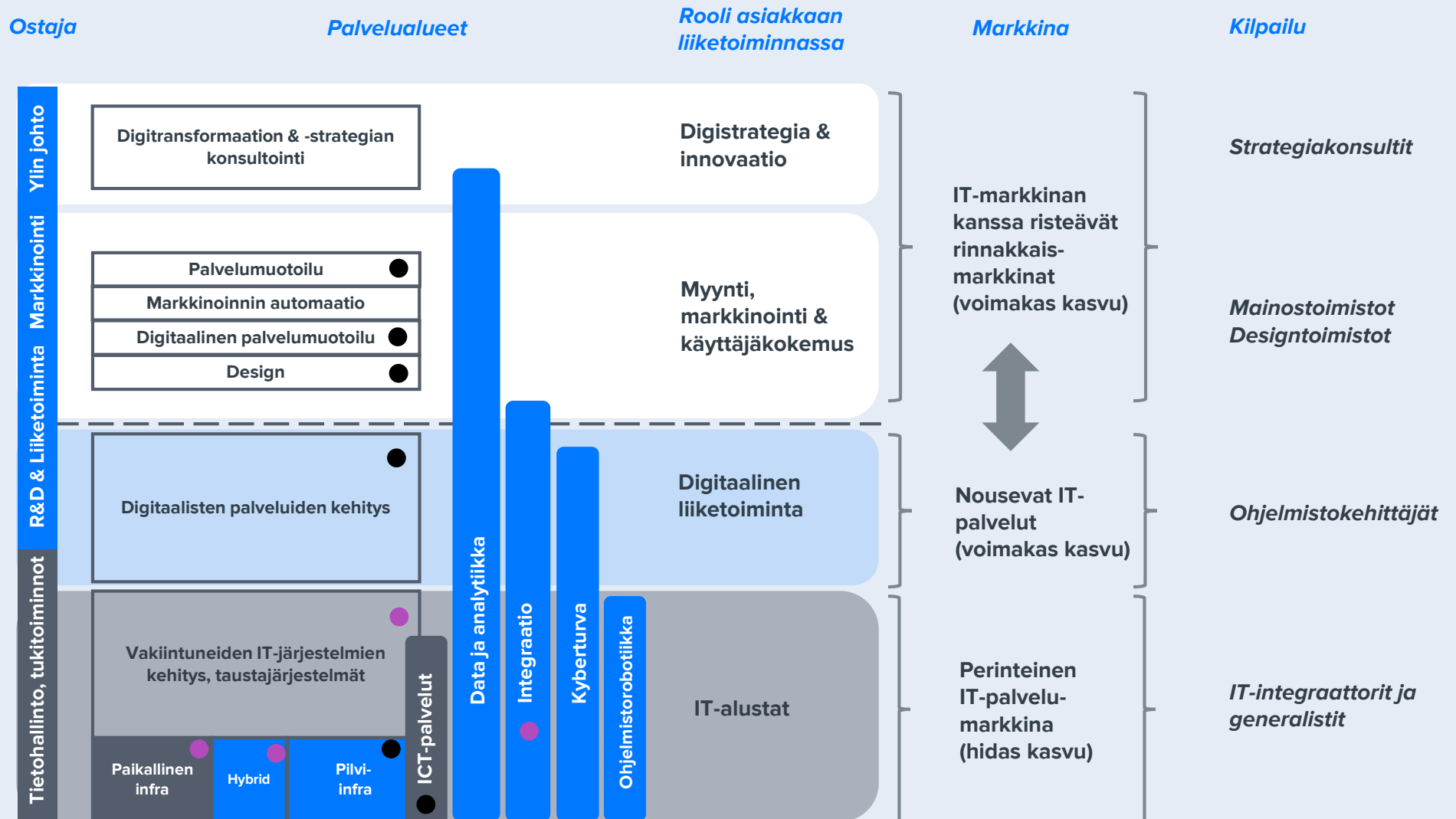
Suotuisan syklin ei pidä antaa sokaista

IT-markkinan sykli on nyt suotuisa, mikä on mahdollistanut monien toimijoiden voimakkaan kasvun ja erinomaisen kannattavuuden. Suotuisa sykli kantaa nykyisen näkymän perusteella vielä vuosia. Sektorin yritysten todellinen kilpailukyky ja niiden liiketoimintamallien kestävyys mitataan kuitenkin vasta markkinan kysyntätilanteen heikentyessä. Vaikka näkymät ovat nyt erinomaiset eikä tummia pilviä ole näköpiirissä, on sijoittajien siis järkevää pitää jalat maassa.

IT-palvelumarkkinan jakautuminen

Vincitin tarjonta

- Ydinosaisalue
- Osaamisalue



IT-palvelumarkkinat 3/5

Markkinatrendit

Trendit organisaatioiden IT-ostamisessa

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

- Suuria, monivuotisia erp-implemентаatioita (SAP, Oracle, IBM) ei enää tehdä ja tämä markkina hiipuu, koska nämä investoinnit on jo tehty. Vakiintuneet toiminnanohjausjärjestelmät eivät poistu asiakkailta, mutta ne jäävät ylläpitotilaan olemassa olevien IT-toimittajien hoitoon ja niitä viedään pilveen. Investoinnit kohdistuvat vakiintuneiden järjestelmien päälle rajapintaratkaisujen avulla rakennettaviin järjestelmiin ja palveluihin. Häviäjiä ovat olleet suurista projekteista riippuvat generalistit. Hyötyjiä ovat usein pienemmät toimijat, joilla on integraatio-osaamista.
- IT:n hankkiminen suurina projekteina vähenee ja siirtyy kohti pienempiä, iteroivia prosesseja sekä jatkuvaa kehitystä. Häviäjiä ovat jäykät ja hidasliikkeiset projektiorganisaatiot. Hyötyjiä ovat toimijat, joilla on osaamista ketterään ohjelmistotuotantoon (DevOps, automaatio), kyky hallita kokonaisvaltaisesti useiden eri toimittajien palveluita sekä kyvykkyydet jatkuvien palveluiden tuottamiseen.
- Liiketoimintalähtöisen ostamisen yleistyessä IT-yhtiöt etsivät uusia arvontuottoon pohjautuvia, skaalautuvampia hinnoittelumalleja yhdessä asiakkaiden

kanssa. Uusissa malleissa ansainta voi pohjautua perinteisen lisenssi- tai projektitulon sijaan esimerkiksi asiakkaalle tuotetun arvon jakamiseen. Hyötyjiä ovat ne, jotka onnistuvat irrottamaan liiketoimintamallinsa heikosti skaalautuvasta asiantuntijaresurssien myynnistä.

- IT-investoinnit siirtyvät asiakkaan liiketoiminnan tukiprosesseja tehostavista investoinneista kohti liiketoiminnan ydinprosesseja tai itse lopputuotetta parantaviin investointeihin. Häviäjiä ovat liiketoiminnan tukiprosesseja ja erp-sidosryhmiä perinteisesti palvelleet toimijat. Hyötyjiä ovat uusien digitaalisten palveluiden kehittäjät, joilla on teknisen osaamisen lisäksi liiketoimintaymmärrystä.
- IT-budjettien omistus asiakkailla hämärtyy ja siirtyy CIO-roolista yhä enemmän liiketoimintajohtajien ja markkinoinnin rooliin. Häviäjiä ovat insinöörikeskeiset talot. Hyötyjiä ovat asiakkaan liiketoimintaa ja ansaintaa ymmärtävät toimijat, joilla on myös vahvaa ymmärrystä asiakkaan toimialasta.
- Käyttäjakeskeisyys tulee korostumaan. Nousevia alueita ovat esimerkiksi digitaalinen palvelumuotoilu, design ja käyttäjäkokemus, VR ja AR sekä puhetunnistus. Osaaminen näillä alueilla nousee tärkeämmäksi kilpailutekijäksi IT-toimittajaa valitessa. Häviäjiä ovat lähes kaikki vakiintuneet IT-palvelutalot, sillä ne joutuvat investoimaan tälle alueelle tai hankkimaan osaamista talon ulkopuolelta nykyisen puutteellisen osaamisen takia. Hyötyjiä ovat pienet luovat, design-keskeiset toimijat.

- Kaikki asiakkaiden IT-toiminnot, mitä voidaan viedä pilveen, tullaan myös viemään pilveen sen hyötyjen takia. Hyötyjiä ovat ne, joilla on vahvaa omaa osaamista pilviteknologioissa. Häviäjiä ovat perinteisen paikallisen IT-infrastruktuurin toimittajat.
- Perinteinen ohjelmistolisenssin jälleenmyynti siirtyy pilveen ja päämiehet kuristavat jakelijoiden lisenssikomissioita. Häviäjiä ovat lisenssien jälleenmyynnistä vahvasti riippuvaiset toimijat. Hyötyjiä ovat pitkässä juoksussa asiakkaat.
- Asiakkaiden organisaatioiden siiloutuminen tulee olemaan IT-yhtiöiden myynnin haasteena. IT:n ostajana on tietohallinnon ohella yhä useammin markkinointi tai tuotekehitys, mutta digitaalisen liiketoiminnan rakentaminen vaatii näiden alueiden yhteispeliä ja kykyä hallita kokonaisuutta. Voittajia ovat kokonaisuuksia hallitsevat toimijat, jotka osaavat puhutella myös asiakkaan liiketoimintajohtoa ja markkinointia.
- Data ja analytiikka on nousemassa jälleen yhdeksi markkinan kuumimmista trendeistä. Datasta on tulossa yhä useammalla toimialalla strateginen kilpailutekijä. Ennakoivan analytiikan ja koneoppimisen avulla tehdään päätöksiä tuotteisiin ja liiketoimintaan liittyen. Haasteena asiakkailla on yhdistää data siiloutuneesta tietohallinnosta läpi koko organisaation myös markkinointiin ja liiketoimintajohtoon. Voittajia ovat IT-yhtiöt, joilla on yhdistettynä analytiikan, koneoppimisen ja liiketoiminnan ymmärrystä.

IT-palvelumarkkinat 4/5

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

Trendit asiakastoimialoilla

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

- Julkisella sektorilla tehokkuutta ja kansalaisille parempaa palvelua haetaan palveluiden sähköistämisellä ja tehokkaammalla tiedon hyödyntämisellä. Lisäksi julkisten palveluiden organisaatioiden keskittäminen ja hallinnon uudistukset kasvattavat tarvetta IT-järjestelmien keskittämiseksi ja niiden väliselle integraatiolle. Viime vuosina julkishallinnon sähköisissä palveluissa Suomessa yhdeksi uudeksi kärkinimeksi on noussut nopeasti

kasvanut Solita.

- Kaupan alalla digitalisaatiomurros on yllättänyt Suomessa monet konservatiiviset toimijat housut kintuissa. Kaupan ala joutuu kasvattamaan merkittävästi investointejaan digitaalisiin kanaviin pystyäkseen vastaamaan uuteen kilpailuun. Suomen IT-palvelualalla Solteq on reagoinut tähän Descom-yritystostolla ja Tieto Smilehouse-yritystostolla.
- Finanssisektorilla vakiintuneiden toimijoiden riskinä on niiden heikko kyky innovoida uutta uusien fintech-toimijoiden luodessa uutta kilpailupainetta. Investoinnit uusiin, käyttäjälähtöisiin digitaalisiin palveluihin lisääntyvät. Lisäksi finanssisektori on etulinjassa automatisoimassa back-office -toimintojaan ohjelmistorobotiikalla.
- Teollisuus ja palveluala panostavat nykyisiä tuotteita tai palveluita parantaviin digitaalisiin palveluihin ja kokonaan uusiin digitaalisiin palveluihin. Lisäksi teollisuudessa uusia pitkän tähtäimen kasvumahdollisuuksia etsitään IoT-sovelluksista.

IT-palvelu murros jakaa markkinaa kahtia

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

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

Ei ole sattumaa, että viime vuosina IT-generalistien tehdessä mittavia irtisanomisia samaan aikaan monet pienet, voimakkaammin liiketoimintalähtöiset IT-talot ovat pystyneet huimaan kasvuun. Kahtiajako ”perinteisen IT:n” ja ”nousevan IT:n” välillä on mielestämme yksi keskeisiä syitä, minkä takia Suomenkin markkinasta löytyy esimerkiksi Siilin, Vincitin, Solitan, Goforen, Reaktorin ja Futuricen kaltaisia voimakkaasti kasvavia toimijoita. Toisaalta perinteisen IT-kehityksen hiipuminen ja sen automatisoituminen selittävät osittain Tiedon ja CGI:n kaltaisten toimijoiden vaatimatonta kasvua ja mittavia irtisanomisia Suomessa. Toinen syy pienten ketterien toimijoiden menestykselle on ollut arviomme mukaan tietynlainen organisaatiomallien innovaatio. Näitä toimijoita yhdistää tyypillisesti kevyt ja ketterä organisaatiomalli, mikä on tuonut niille tehokkuutta, ketteryyttä ja kilpailuetua osajakilpailussa.

IT-palvelumarkkinat 5/5

ICT-palvelumarkkinan murros

Isoissa kuvassa Vincitin ICT-palveluissa markkinakasvu on ohjelmistokehityspalveluita hitaampaa. ICT-palvelumarkkinassa on kuitenkin myös murros käynnissä, mikä tarjoaa mielenkiintoisia kasvumahdollisuuksia markkinan sisällä tulevina vuosina.

IT-infrastruktuurin markkina on perinteisesti ollut muutamien sellaisten toimijoiden hallinnassa, jotka pystyvät tarjoamaan laitteet, ylläpidon ja konesalin kokonaisuutena. Pienillä toimijoilla ei ole ollut pääsyä markkinaan, koska kokonaisuus on edellyttänyt merkittäviä alkuinvestointeja. Pilvikapasiteettitarjonnan myötä markkinalle on kuitenkin syntynyt uusi kasvumahdollisuus, sillä myös pienet toimijat pystyvät jälleenmyymään ja ylläpitämään palveluoperaattorina esimerkiksi AWS:n, Azuren ja Googlen pilvi-infrastruktuuria. Suomalainen Nordcloud on esimerkki yhtiöstä, joka on kasvanut tämän trendin myötä. Kilpailukentän tuleva jako on kuitenkin vielä isoissa kuvassa hyvin avoin.

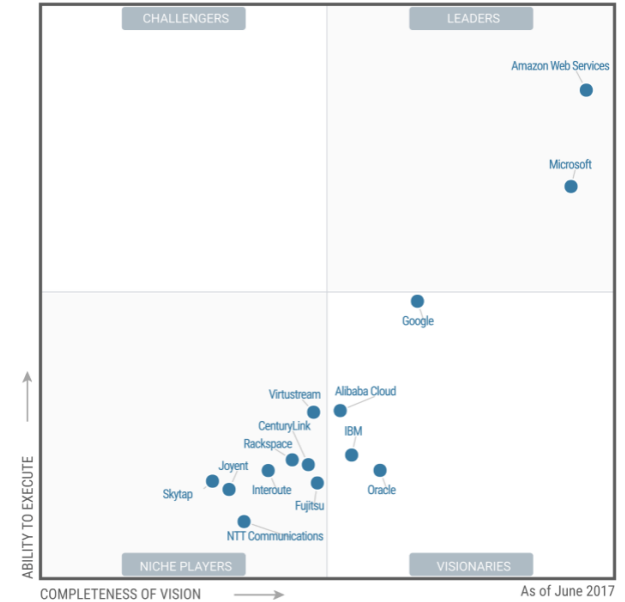
Murroksessa häviäjiä ovat perinteiset infrastruktuurin tarjoajat, jotka kohtaavat uutta kilpailua ja kärsivät merkittävästä hintojen laskusta. Asiakkaiden on myös helpompi vaihtaa palvelutarjoajaa, kun kokonaisuuksia voidaan pilkkoa ja sopimusajat ovat lyhyempiä. Pilvitransition tekeminen edellyttää IT-toimittajalta kuitenkin myös konesaliosaamista. Tässä Vincitiä auttaa yhtiön pienen oman konesaliliiketoiminnan tuoma osaaminen, vaikka muuten oman konesalin voi nähdä tänä päivänä enemmänkin rasitteena kuin kilpailuetuna. Pilvitransition teknisen toteutuksen ja kapasiteetin ylläpidon lisäksi Vincitin kaltaiset

palvelutoimittajat voivat tarjota ja kehittää erilaisia lisäarvopalveluita infrastruktuurin toimittajan ja asiakkaan väliin.

Pilvi infrastruktuuripalveluiden tarjoajat

Vincitin valitsema hevonen pilvi-infran markkinalla on Google, jonka kanssa yhtiö solmi ensimmäisenä suomalaisena toimijana kumppanisopimuksen. Google toimii globaalilla tasolla markkinalla haastajana Amazonin AWS:ää ja Microsoftin Azurea vastaan, mutta asemoituu Gartnerin Magic Quadrant -nelikentässä selkeästi kolmen johtavan toimijan joukkoon. Haminan konesali-investointien myötä Googlella voi olla hyvät edellytykset vahvaan asemaan Suomen markkinalla. Googlen pilven avulla Vincit voi tuottaa joustavaa kapasiteettipalvelua tai hybridipilveä Suomen rajojen sisältä.

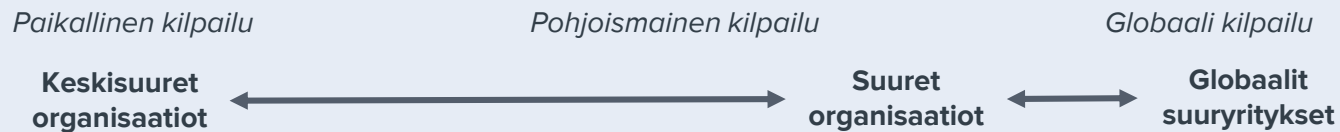
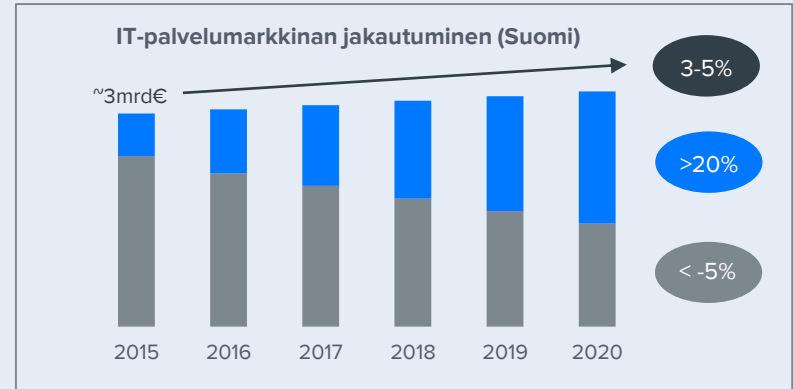
Pilvi infrastruktuuripalveluiden tarjoajat - Gartnerin Magic Quadrant



Lähde: Gartner (kesäkuu 2017)

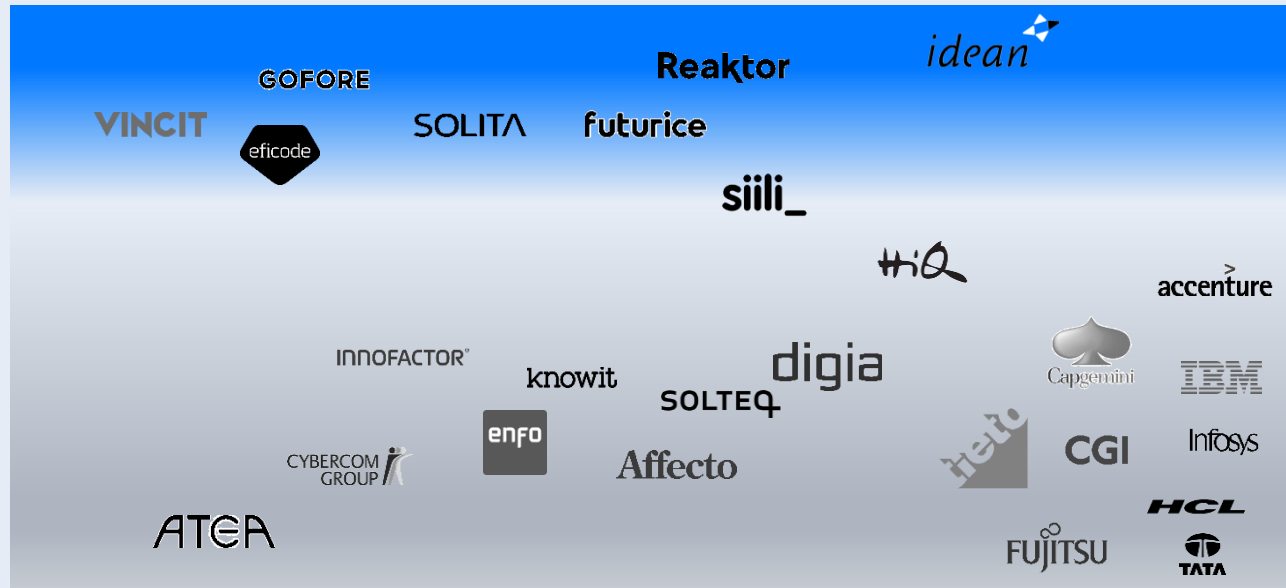
Markkinat ja arvoketju

IT-yhtiöiden asemoituminen pääasiallisen kohderyhmän ja palvelualueiden mukaan



■ Uudet digitaaliset palvelut

■ Ylläpito & perinteinen IT-järjestelmäkehitys



Kilpailu 1/2

Kilpailu ja vertailuryhmä

Kilpailijoina IT-generalistit ja pienet erikoistuneet toimijat

Vincitin kilpailijoita ovat suuret, usein kansainväliset IT-generalistit sekä pienemmät ohjelmistokehitystalot. Generalisteista esimerkkeinä voidaan mainita Tieto, CGI (ent. Logica), HiQ, CapGemini ja Accenture. Pienemmistä ohjelmistokehitystaloista kilpailijoina voidaan mainita Siili, Reaktor, Idean (CapGemini), Gofore, Futurice ja Solita. ICT-palveluliiketoiminnassa Vincit kilpailijoita ovat esimerkiksi Enfo, Elisa, Nebula, Nordcloud, Tieto, Fujitsu sekä lukuisat pienet toimijat. Selkeitä yksittäisiä pääkilpailijoita on kuitenkin vaikea osoittaa kentän pirstaleisuuden vuoksi.

Suurten IT-generalistien vahvuutena kilpailussa on mittavat resurssit, joita tukee usein offshore-tuotanto ja sen kustannustehokkuus. Lisäksi niillä on usein pieniä toimijoita syvempää asiakas- ja toimialaymmärrystä. Nämä yhtiöt ovat usein keskeisimmissä asiakkuuksissaan vahvasti etabloituneita ja ne ovat keskittyneet palvelemaan vain suurimpia asiakasorganisaatioita. IT-generalistit ovat tyypillisesti kehittäneet asiakkaidensa IT-järjestelmiä yli vuosikymmenen ajan ja asiakkaiden IT-budjeteista merkittävä osa kuluu näiden olemassa olevien vanhojen järjestelmien ylläpitämiseen ja kehittämiseen. Tämä turvaa suurten palvelutalojen asemaa kilpailussa. Lisäksi asiakkaan IT-järjestelmiä on tyypillisesti kehitetty siten, että IT-toimittajan vaihtaminen on tehty asiakkaalle vaikeaksi (vendor-lock). IT-generalistien asema suurissa organisaatioissa murtuu siten hitaasti.

Pienet ketterät toimijat usein murtautuvat suuriin asiakkuuksiin muun ostajan kuin tietohallinnon kautta, jolloin ne eivät välttämättä kohtaa kilpailussa asiakkaan vakiintunutta järjestelmätoimittajaa.

Vincitin kaltaiset keskisuuret toimijat erottuvat tyypillisesti kilpailussa ketteryydellä, paremmalla palvelulla tai osaamisella jossain erikoistumisalueessa. Vincit pyrkii palvelemaan kaikenkokoisia asiakasorganisaatioita. Suurille asiakkaille Vincitin suhteellisesti pieni koko voi olla haitta, kun asiakas suosii suurempaa toimijaa sen toimituskyvykkyyden ja luotettavuuden takia. Pieni koko voi olla etu, kun asiakas tarvitsee hankkeeseen luovuutta, nopeutta ja ketteryyttä. Asiakaskoon kasvaessa kilpailusta tulee kansainvälisempää, asiakkaat ovat vaativampia ostajia ja kilpailussa vastassa suurempia toimijoita.

Vertailuryhmän kasvu ja kannattavuus

Tarkastelemme sivun 22 kuviossa listattujen sekä listaamattomien suomalaisten ja muiden Pohjoismaisten IT-palveluyhtiöiden kasvua ja kannattavuutta. Tarkasteltava joukko muodostaa myös osin arvonmäärityksessämme käyttämämme vertailuryhmän.

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

vahvan orgaanisen kasvun lisäksi yhtiö kokoluokkaa kasvatti Javerdel-fuusio. Hitaimmin ovat kasvaneet suuremmat toimijat, jotka ovat kärsineet markkinan murroksesta (kuten Tieto, CGI, Know-IT ja CGI:n ostama Affecto).

Kasvua tarkasteltaessa on havaittavissa, että Suomen IT-markkinalla pienimmät erikoistuneet toimijat ovat yltäneet markkinalla selvästi nopeimpaan kasvuun. Tämä heijastaa perinteisen järjestelmäkehityksen kysynnän hiipumista ja IT-kysynnän painottumista uusille alueille, joihin pienemmät ja ketterämmät toimijat ovat pystyneet tehokkaammin vastaamaan. Markkinoilla on siis ollut pienille toimijoille hyvin tilaa kasvaa, jos ne ovat osanneet keskittyä oikeille palvelualueille.

Kannattavuuden osalta vertailujoukon keskiarvo on 11,4 % käyttökatteella (EBITDA-%) mitattuna vuositason 2011-2016. Vincitin keskimääräinen kannattavuus viideltä vuodelta on sektorin parasta. Yhtiöt ovat keskimäärin kannattavuudeltaan terveellä tasolla, eikä vertailussa ole merkkejä toimialan epäterveestä kilpailu- tai kapasiteettitilanteesta. Peukalosääntönä IT-palveluiden toimialalla 10-15 % EBITDA-tasoa voidaan pitää hyvänä kannattavuustasona. Yksinumeroisiin kannattavuustasoihin yhtiöiden ei pitäisi olla tyytyväisiä. Suuret generalistit Tieto ja CGI ovat ylläpitäneet hyvää kannattavuutta hitaasta kasvusta huolimatta, mikä perustuu niiden vahvaan markkina-asemaan ja ohjelmistoliiketoimintaan.

Kilpailu 2/2

Markkinan pienissä ketterissä toimijoissa (kuten Gofore, Reaktor ja Vincit) hämmästyttävää on se, että ne pystyvät samanaikaisesti sekä vahvaan kasvuun että kannattavuuteen. Kasvupanostukset eivät siis ole näkyneet niiden tuloksissa. Arviomme mukaan vahva kannattavuus perustuu osin näiden yhtiöiden kevyisiin organisaatorakenteisiin ja toisaalta vahva kasvu perustuu niiden organisaatiomalliin, joka houkuttelee osaajia. Kannattavuutta on ajanut myös näiden toimijoiden liiketoimintamallin painottuminen asiantuntijatyön tuntilaskutukseen, jolloin projektiriskit eivät ole päässeet pilaamaan kannattavuutta. Kun markkinalla ei ole hintapaineita ja osaajaresurssit saadaan myytyä täyteen kapasiteettiin, on yli 20 %:n EBITDA-marginaali täysin realistinen. Kyseessä voi kuitenkin olla vain nykyisestä ohjelmistokehityksen suotuisasta markkinatilanteesta johtuva ilmiö ja on hyvä muistaa, että tuntityössä liiketoiminnan jatkuvuus on heikko.

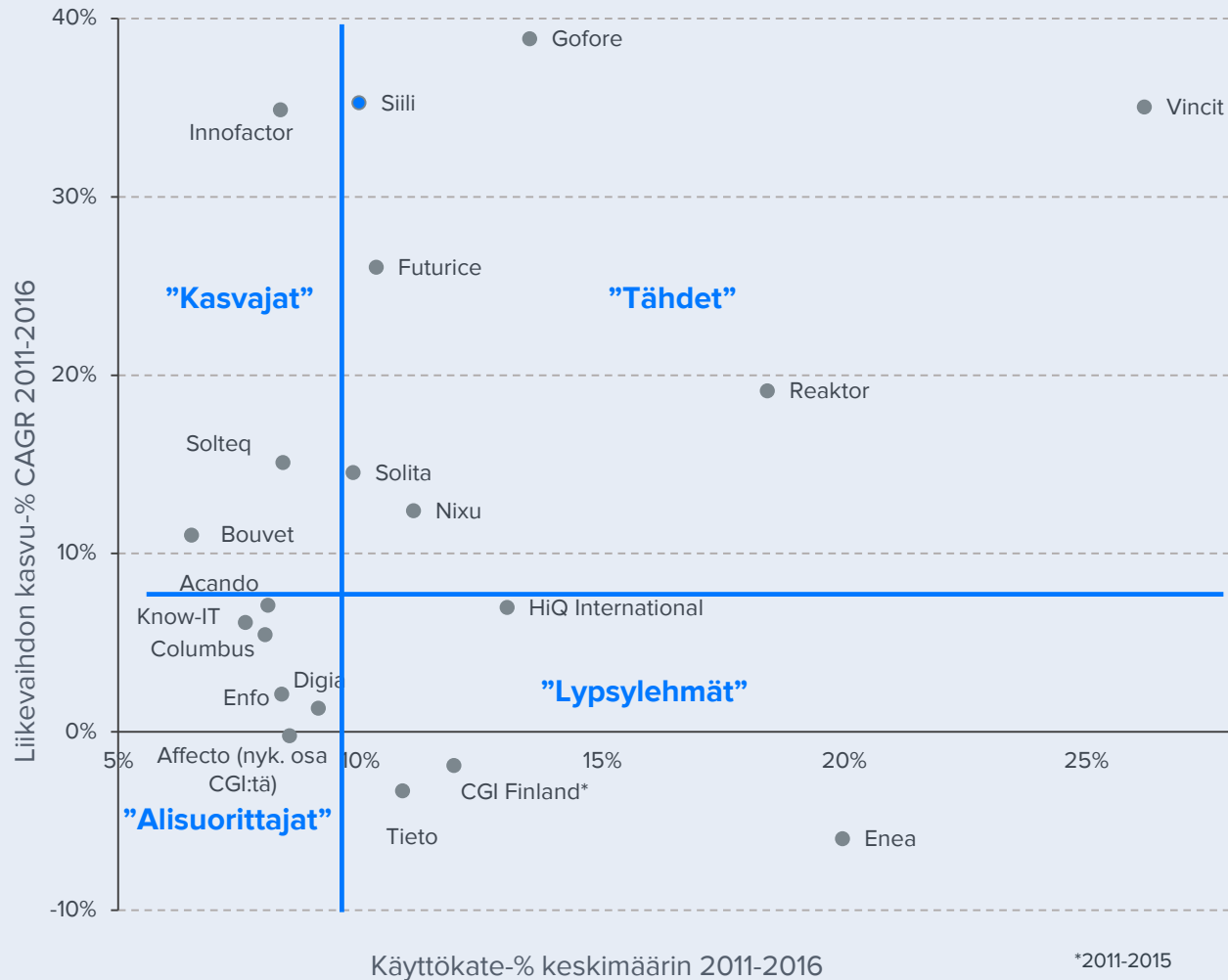
Kannattavuuden ja kasvun yhdistelmää viiden vuoden ajalta vertailemalla markkinassa erottuvat muutamat toimijat ylitse muiden. Tähtipelaajien lokeroon asettuvat mielestämme Solita, Siili, Futurice, Nixu, Reaktor, Gofore ja Vincit. Ruotsin markkinalla selkeä nousija on HiQ, joka on onnistunut erinomaisesti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

IT-konsulttitalojen uhkakuvat

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

- Asiakasorganisaatioiden suuntaus hyödyntää sisäisiä resursseja voi heikentää kysyntää ulkoistetuille ohjelmistokehityspalveluille. Digitalisaatiosta on tullut monille strateginen asia, minkä takia sitä ei haluta ulkoistaa. IT-konsulttien rooli voi muuttua enemmän strategisen neuvonantajan suuntaan ja laaja osaamisalueiden tuntemus korostuu, sillä asiakkaiden on vaikea rakentaa kaikkia osaamisalueita itse. Pelkät IT-resurssitoimittajat ovat helposti korvattavissa ja niiden asema arvoketjussa voi jäädä henkilöstövuokraajaan verrattavaksi rooliksi.
- Erilaiset IT-asiantuntijaresurssien välittäjäpalvelut, freelance-työ sekä yrittäjyys tulevat aina imemään osan IT-konsulttitalojen osaajista. Osaajat vievät usein mukanaan asiakkaita. Pelkkien resurssitoimittajien roolissa olevat IT-toimittajat ovat tässäkin heikoilla, kun taas strategisen neuvonantajan roolissa olevat toimijat ovat vaikeammin korvattavissa.
- Liiketoimintamallin jatkuvuuden puute on usean konsulttitalon uhkakuva, jota ei nykyisessä suotuisassa markkinatilanteessa kuitenkaan mielestämme yleisesti tunnisteta. Asiakkaiden on helppo ottaa resursseja sisäiseen käyttöön ja vähentää ulkoisten ohjelmistokehitysesurssien ostoja, mikäli taloustilanne nopeasti heikentyisi.
- Automaatio ja ohjelmistorobotiikka uhkaavat monien IT-osaajien työtä. Monilla perinteisillä toimijoilla on tarve uudelleenkouluttaa henkilöstöä jatkuvasti. Kyky ennakoida tulevat markkinatrendit kilpailuetuna on tärkeä.
- Ohjelmistoyhtiöiden liiketoimintamallit muuttuvat kohti palveluita, ja ne pyrkivät saamaan yhä suuremman osan asiakkuuden arvosta. Tämä voi ajaa ohjelmistoyhtiöitä yhä vahvemmin kilpailuun integraattoreiden kanssa. Lisäksi tämä pienentää lisenssimyynnistä saatavia katteita, mistä on jo nähtävissä merkkejä.

Kilpailukentän kehitys



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

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

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

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

Strategia 1/3

Fokus markkinan kasvusegmenteissä

Vincitin tavoitteena on kasvaa orgaanisesti Suomessa ja Yhdysvalloissa nykyisillä palvelualueilla, eli ohjelmistokehityksessä ja ICT-palveluissa. Lisäksi Vincit panostaa uusiin kasvaviin palvelualueisiin sekä skaalautuviin omiin ohjelmistoratkaisuihin. ICT-palveluissa yhtiö modernisoi nykyistä tarjontaa ja pyrkii asemoitumaan ICT-markkinan kasvualueille. Tarvittaessa yhtiö on valmis laajentamaan palvelutarjontaan myös muille osa-alueille kulloisenkin asiakastarpeen perusteella.

Vincit ei ole strategiassaan erikoistunut mihinkään tiettyyn teknologiaan tai palvelualueeseen, vaan toimii esimerkiksi Siilin tavoin teknologiariippumattomasti useilla eri palvelualueilla. Tässä etuna on kyky valita teknologia asiakkaan tarpeen mukaan sekä kyky ottaa kokonaisvastuuta laajoista IT-hankkeista. Yhtiö ei myöskään ole erikoistunut mihinkään tiettyyn asiakassektoriin. Valittu strategia ei rajoita Vincitin kasvumahdollisuuksia, vaan markkinapotentiaalia on huomattavasti jo pelkästään kotimaassa. Yhtiön strategia pyrkii yhdistämään suuren IT-yhtiön palvelutarjoomaan ja pienen toimijan ketteryyden. IT-markkinan kilpailussa Vincit haastaa erityisesti suuria järjestelmäintegraattoreita ketteryydellään.

Vincit on nähty aiemmin projektintoteuttajana, mutta yhtiö haluaa nähdä itsensä nyt yhä enemmän ”asiakkaan haastajana”. Asiakas osaa oman liiketoiminnan parhaiten, mutta Vincit haastaa sitä digitalisaation näkökulmasta. Yhtiö pyrkii siis monien muiden toimijoiden tavoin vahvemman digitalisaation neuvonantajan rooliin asiakkaissa.

Visio: huomenna tyytyväisemmät työntekijät ja asiakkaat

Vincitillä ei ole virallisia kasvu- ja kannattavuustavoitteita, vaan yhtiöllä on vain sen visio ”huomenna tyytyväisemmät työntekijät ja asiakkaat”. Tämä on myös yhtiön strategiaa ohjaava tavoite ja samalla polku orgaanisen kasvun saavuttamiseksi. Vision sananjärjestys on niin, että työntekijät ensiksi, mikä johtaa myös tyytyväisempiin asiakkaisiin ja edelleen hyviin asiakassuhteisiin. Vincit panostaa erityisesti oman henkilöstönsä kehitykseen, hyvinvointiin ja yrityskulttuuriin. Yhtiö uskoo tämän houkuttelevan parhaita työntekijöitä sekä johtavan ainutlaatuisen yrityskulttuuriin. Parhaiden työntekijöiden ja parhaan yrityskulttuurin kautta yhtiössä uskotaan asiakastyytyväisyyteen ja edelleen kasvun ja tuottavuuden paranemiseen.

Ohjelmistokehityspalvelut keskittyä asiakkaan liiketoimintaa erilaistaviin palveluihin

Vincitin vahvuudet ohjelmistokehityspalveluissa ovat palvelumuotoilu, verkkopalvelut ja tietojärjestelmät, mobiilisovellukset, sulautetut järjestelmät, johtaminen yksilöllisenä palveluna (LaaS) ja Teollinen internet. Yhtiö fokusoituu ohjelmistokehityspalveluissa erityisesti palvelualueille, joissa asiakkaat pyrkivät erilaistamaan digitalisaation avulla liiketoimintaansa. Verrattuna kilpailijoihin samoilla alueilla Vincit erottuu teknisellä osaamisellaan ja 100 %:n tyytyväisyystakuulla. Tämä liiketoiminta on yhtiöllä käsityksemme mukaan erittäin vahvassa kunnossa kasvun ja kannattavuuden osalta.

ICT-palveluissa tarjontaa modernisoidaan

ICT-palveluissa Vincit on aikaisemmin tarjonnut lähinnä perinteistä konesalikapasiteettia, perustietotekniikkaa ja ylläpitopalveluita. Näiden toimintojen markkinan kasvu on ollut hidasta ja kilpailu kuvaa. Nyt yhtiön tavoitteena on modernisoida ICT-palvelutarjontaa keskittyen ohjelmistoylläpitoon ja pilvi-infrastruktuuriin.

Yhtiö on esimerkiksi tehnyt yhteistyösopimuksen Googlen kanssa tarjotakseen tämän pilvikapasiteettipalveluja. Lisäksi yhtiö investoi tällä hetkellä Googlen pilviteknologian osaamiseen. Vincit pyrkii olemaan pilvi-infrastruktuurin markkinoilla Googlen osalta se toimija, jolla on ainutlaatuista kilpailijoista erottuvaa osaamista. Kilpailuetua tuo esimerkiksi se, että yhtiö pystyy toimittamaan infraa hybridiratkaisuna omasta ja Googlen konesalista. Lisäksi Vincit pyrkii tuomaan omilla ratkaisuilla lisäarvoa Googlen palveluiden päälle. Yhtiö toimittaa edelleen myös Amazonin (AWS) ja Microsoftin (Azure) pilviratkaisuja, mutta näissä yhtiön osaaminen ei ole samalla tasolla kuin Googlessa. Vincitin pilvistrategian onnistuminen tullaan näkemään lähivuosina. Ohjelmistojen siirtymä pilveen tuo myös pitkässä juoksussa synergiaa Vincitin ohjelmistokehityspalveluille.

Skaalautuviin toimintoihin lisätty investointeja

Yhtiö on tämän vuoden aikana myös investoinut skaalautuvien ratkaisujen kehitykseen ja niiden painoarvo strategiassa on kasvanut. Vincit Solutions kehittää valmiiden teknologioiden päälle räätälöityjä ja toimialakohtaisia omia ratkaisuja. Lisäksi Vincit on kehittänyt globaalisti skaalautuvan SaaS-tuotteen sen johtamistyökalusta (Laas).

Strategia 2/3

Kaupallisesti LaaS-ratkaisu on kuitenkin vielä hyvin alkuvaiheessa ja sen yhteensopivuus Vincitin nykyiseen rakenteeseen on heikko. Pidämme mahdollisena, että LaaS eriytetään Vincitistä, mikäli sen kaupallistamiseen päätetään investoida merkittävästi.

Orgaanisen kasvun lähteet

Vincitillä ei ole virallisia julkistettuja strategisia kasvutavoitteita. Arviomme mukaan Vincitillä on nykyisellä strategialla edellytykset tehdä lähivuosien aikana edelleen voimakasta, selvästi kaksinumeroista liikevaihdon kasvua eivätkä kotimarkkinalla markkinan koko tai kysyntätilanne toimi hidasteina. Kasvu painottuu vahvasti ohjelmistokehitysliiketoimintaan. Mahdollisiin osaajaresurssien pullonkauloihin ratkaisuja ovat muunmuassa uusien kaupunkien avaaminen ja yrityskaupat.

Strategiassaan Vincit on maininnut orgaanisen kasvun lähteinä seuraavat yhtiön palvelualueet ja niiden vastaavat markkinan kasvuodotukset:

- Mobiliratkaisut – noin 25 % CAGR vuoteen 2019
- Pilvipalvelut – noin 30 % CAGR vuoteen 2019
- Teollinen Internet – noin 50 % CAGR vuoteen 2019
- laaS – noin 30 % CAGR vuoteen 2019
- ICT- palveluiden ja ohjelmistokehityksen ristiinmyynti

Ohjelmistokehityksessä yhtiö toimii selvästi markkinan kasvavissa segmenteissä ja kysyntänäköymä on vahva. Täällä yhtiö on kertonut pystyvänsä ylläpitämään nykyistä

kappalemääräistä rekrytointivauhtia, mikä ajan myötä tarkoittaa orgaanisten liikevaihdon kasvuprosenttien hidastumista.

ICT-palveluissa markkinakasvu on selvästi hitaampaa ja Vincitin kasvupotentiaali perustuu lähinnä ristiinmyyntiin (ohjelmistoylläpidon myynti ohjelmistokehityksen asiakkaille) sekä pilvi-infrastruktuurin kasvumahdollisuuksiin.

Uutta kasvupotentiaalia yhtiölle tuovat myös kaupallistamisvaiheessa olevat omat ohjelmistotuotteet (Vincit Solutions sekä LaaS) sekä kansainvälistyminen

Kansainvälistyminen

Vincit on edennyt vuoden aikana kansainvälistymisessä avaamalla kaksi toimipistettä Yhdysvaltoihin. Yhtiö on ymmärryksemme mukaan lähtenyt kansainvälistymään pienin investoinnein ja oven avaajana on ollut yhtiön vahvan referenssi GE-asiakkuudesta. Ymmärryksemme mukaan yhtiö ei tällä hetkellä suunnittele kansainvälistymistä uusin maihin. Kuitenkin yhtiön LaaS- ja Signicat-tuotteita myydään kansainvälisesti.

Yhdysvalloissa on tarjolla mielenkiintoisia mahdollisuuksia suomalaiselle IT-osaamiselle. Yksi syy tähän on se, että USA:n markkinan vahvan vedon takia konsulttien hinnat merkittävästi korkeampia kuin Suomessa. Jos markkinaa pystytään palvelemaan tehokkaasti Euroopasta käsin, voidaan konsulteista saada huomattavasti korkeampaa laskutusta kuin kotimaassa. Yhtiö ei kuitenkaan vielä ole päässyt tavoittelemalleen tasolle resurssien ristiinhyödyntämisessä ja käsityksemme mukaan yhtiö voisi kasvaa kansainvälisesti nopeammin, mikäli se pystyisi rekrytoimaan enemmän.

Uusilla markkinoilla Vincitillä ei ole vastaavaa mainekilpailuetua rekrytoinneissa kuin Suomessa.

Kannattavuuden ajurit

Vincit ei ole antanut strategisia pitkän aikavälin tavoitteita myöskään kannattavuudelle. Yhtiö on kuitenkin historiallisesti ollut yksi sektorin kannattavimpia yrityksiä. Viime vuonna kannattavuus heikkeni osittain kirjanpidollisten erien vetämänä (EBIT-% 14 %) ja tänä vuonna kannattavuutta ovat painaneet erityisesti kehityspanostukset (2017e EBIT-% 11 %). Muilta osin yhtiö on viimeisen vuoden aikana pystynyt jatkamaan rekrytoiteja ja ylläpitämään korkeita käyttöasteita, mikä on pitänyt kannattavuuden vahvalla tasolla.

Odotamme Vincitin liikevoittomarginaalin hieman paranevan lähivuosina matalakatteisemman ICT-palvelujen osuuden pienemisen sekä tuoteliiketoimintojen investointien suhteellisen osuuden pienentymisen myötä. Arviomme yhtiöllä olevan hyvät edellytykset 15 %:n liikevoittomarginaaliin, mikäli markkinan kysyntätilanne pysyy nykyisellään. Vincitin keskeisin tuloskasvun ajuri tulee kuitenkin edelleen pitkällä aikavälillä olemaan liikevaihdon kasvu.

Arviomme mukaan Vincit tulee muiden sektorin yhtiöiden tavoin olemaan kohtalaisen hyvä osingonmaksaja, koska yhtiön liiketoiminta ei sido merkittävästi pääomia ja rahavirta on melko vakaata. Vincitin virallinen tavoite on vuosittain maksaa vähintään 30 % nettotuloksesta osinkoina. Vuosina 2012-2015, Vincit on maksanut 18-60 % nettotuloksestaan osinkoina.

Strategia 3/3

Yrityskaupat

Vincit on strategiassaan kertonut siihen kuuluvan harkitut yritysostot valituissa kasvusegmenteissä. Kasvusegmenttejä voisivat olla esimerkiksi BI/analytiikka, tekoäly ja ohjelmistorobotiikkaa, palvelumuotoilu, identiteetin- ja pääsynhallinta (IAM), SaaS-liiketoimintasovellukset sekä sähköinen kauppa.

Yritysostoissa yhtiön tärkein kriteeri on kulttuurien yhteensopivuus. Toiseksi tärkein kriteeri on kannattavuus. Vincit ei koe käännetyhtiöitä houkuttelevina yritysostokohteina. Lisäksi yhtiöiden toimintojen pitää olla Vincitin strategiaan yhteensopivia.

Strategian yritysostojen suhteen olemme olleet hieman varauksellisia, sillä yhtiöllä ei suurta kokemusta yritysostoista ja niiden integroinneista lukuun ottamatta vuoden 2015/2016 vaihteessa toteutettua Javerdel-fuusiota, joka käsityksemme mukaan ei ollut täysin kivuton ja heijastui heikentävästi yhtiön vuoden 2016 kannattavuuteen.

Ymmärtääksemme Javerdeliin liittyneet ongelmat ovat kuitenkin jo takanapäin. Yhtiö on tehnyt myös kuluvana vuonna kolme yritysostoa, mutta vielä on liian aikaista sanoa näiden onnistumisesta.

Monilla Vincitiä kiinnostavista palvelualueista Suomessa on hyvin rajallisesti ostokohteita ja niiden arvostukset ovat nousseet korkeiksi, sillä sektorilla on jo tehty paljon yrityskauppoja. Vincitin mahdolliset yritysostot kohdistunevat siten ulkomaille tai hyvin pieniin toimijoihin. Listautumisen myötä yhtiöllä on mahdollisuus käyttää myös omaa osakettaan yritysostoissa.

Suomen IT-markkinaa tarkasteltaessa näemme Vincitin kaltaisilla pienehköillä toimijoilla hyvä edellytykset konsolidoida IT-palvelumarkkinaa Suomessa ja odotamme sektorin konsolidaation jatkuvan aktiivisena. Yritysostoja viime vuosina ovat toteuttaneet esimerkiksi Siili, Innofactor, Digia, Solteq, Nixu, Tieto, CGI, Solita, Gofore sekä Enfo. Kuumana alueena viimeisen vuoden on ollut palvelumuotoilu, missä on tapahtunut useita yritysjärjestelyitä. Erityisesti listatuilla yhtiöillä yrityskaupoissa kilpailuetuna on ollut niiden mahdollisuus käyttää omaa osaketta kauppohenkilöiden sitouttamiseen. Tästä hyviä esimerkkejä ovat olleet Siili ja Innofactor, jotka ovat yrityskauppojen strukturoinneilla onnistuneet luomaan huomattavaa omistaja-arvoa. Vincit käytti osakettaan viimeisimmässä Avoltus-kaupassa. Konsolidaatiota IT-markkinassa tapahtuu myös kansainvälisellä ja globaalilla tasolla.

Vincit on tehnyt palvelumuotoilun alueelta kaksi yrityskauppaa

Vincit tiedotti kesäkuussa ostaneensa kalifornialaisen digitaaliseen suunnitteluun sekä palvelumuotoiluun erikoistuneen XTOPOLYN. Kauppa oli pieni ja sen myötä Vincitille siirtyi noin 5 henkilöä mukaan lukien XTOPOLYN pääomistaja. Arviomme mukaan Vincit haki kaupalla palvelumuotoiluosaamista, sekä jalansijaa ja merkittäviä asiakkuuksia Yhdysvalloissa.

Lokakuussa yhtiö kertoi Linja Design-kaupasta Suomessa. Linja Design suunnittelee digitaalisia tuotteita ja palveluita teollisuudelle. Yhtiöllä on yhteensä kymmenen työntekijää Helsingissä ja Tampereella. Yritysosto on Vincitin

mittakaavassa pieni (liikevaihtovaikutus noin 3 %), mutta vahvistaa yhtiön osaamista tärkeällä kasvavalla palvelualueella. Kaupan arvostus vastasi 0,7x-1,2x EV/liikevaihto ja 4,3x-7,2x EV/liikevoitto-kertoimia. Arvostus oli maltillinen kuten pitääkin, koska kyseessä on pienen tiimin hankinta.

Avoltus-kauppa vahvisti Turun toimintoa ja ohjelmistoylläpitoa

Marraskuussa tehdyn viimeisimmän ja yhtiön suurimman yrityskaupan (Avoltus) logiikka oli ymmärtääksemme ohjelmistoylläpidon ja Turun alueen tarjonnan vahvistaminen. Avoltus työllisti 40 henkilöä ja sen osaamisalueisiin kuuluu integraatiot, ohjelmistorobotiikka, pilviautomaatio, data-analytiikka, sisällönhallinta ja auditointi- ja asiantuntijapalvelut. Asiakaspuolella kauppa toi uusia avauksia erityisesti mediasta. Yhtiön liikevaihto 9/2017 päättyneellä tilikaudella oli noin 3,5 MEUR (vajaan 10 % Vincitin 2017e liikevaihdosta) ja liikevoitto oli 1,1 MEUR (EBIT-% 30 %). Kaupalla on siten suhteellisen merkittävä vaikutus ensi vuoden liikevaihdon 32 %:n kasvuennusteeseemme.

Kaupan rakenne vaikuttaa alustavasti hyvältä ottaen huomioon Avoltuksen johdon sitouttaminen lisäkauppahinnalla ja omia osakkeita vastikkeena käyttämällä (40 %). Nyt maksettavalla kauppahinnalla EV/liikevaihto- ja EV/liikevoitto -kertoimiksi tulee vähintään 1,1x ja 3,5x. Yhtiö ei kertonut tarkkaa mahdollista lisäkauppahinnan suuruutta. Lisäkauppahintaa maksetaan, mikäli Avoltuksen vuoden 2018 liikevoitto ylittää 0,95 MEUR.

Vincitin strategia

Vincitin kasvun lähteet



Seuraa strategian toteutuksessa näitä asioita

- Rekrytointinopeuden ylläpitäminen
- Työnantajakuva ja kulttuurin säilyminen
- Tuoteliiketoimintojen investointien onnistumiset
- IaaS-tuotteen ylösajo ja mahdollinen irtauttaminen Vincitistä
- Yritysostojen onnistuminen
- Kansainvälistymisen onnistuminen

IT-yhtiöiden strategiat

Eri IT-palveluyhtiöiden strategioita

Strategia	Esimerkki	Kasvupotentiaali	Heikkoudet	Vahvuudet
Teknologiariippumaton ohjelmistokehittäjä	Vincit, Reaktor, Siili	Markkinaosuuden syöminen etabloituneilta toimijoilta, kasvu uusissa digitaalisissa palveluissa.	Pienen toimijan rajalliset resurssit generalisteja vastaan, rajallinen toimialaosaaminen, rajallinen integraatio-osaaminen	Ketteryys, kevyt organisaatio, tehokas rekrytointi, kyky tarjota asiakkaalle paras ratkaisu teknologiariippumattomasti useille osaamisalueille
Teknologiaan erikoistunut	Innofactor	Rajallinen kotimaassa, edellyttää kansainvälistymistä	Riippuvuus yhdestä teknologiasta	Pienen toimijan ketteryys, vahva osaaja valitussa teknologiassa
Osaamisalueeseen erikoistunut	Affecto	Rajallinen kotimaassa, edellyttää kansainvälistymistä	Asiakkaalle haastavaa ostaa eri osaamisalueet useilta eri IT-taloilta	Selkeä fokus ja vahva osaaminen valitussa segmentissä
Toimialaan erikoistunut	Solteq	Rajallinen kotimaassa, edellyttää kansainvälistymistä	Riippuvuus yksittäisestä sektorista, altistuminen toimialan sykleille	Selkeä fokus ja vahva osaaminen asiakastoimialassa
Generalisti	Tieto	Heikko, kasvaa tyypillisesti markkinaa hitaammin	Raskas ja hidasliikkeinen organisaatio	Resurssit, useiden toimialojen syväosaaminen, vahvat asiakkuudet ja asiakastuntemus

Tyypillinen logiikka asiantuntijayritysten yrityskaupoissa



Historiallinen kehitys 1/2

Vuodet 2011-2016: Kovaa ja kannattavaa kasvua

Vincitin historiallinen orgaaninen kasvu on ollut todella vahvaa. Yhtiön liikevaihto on kasvanut 46 % vuodessa vuosina 2011-2016, josta orgaaninen kasvu on ollut arviomme mukaan 37 %-yksikköä. Epäorgaaninen kasvu perustuu vuonna 2016 tehtyyn yritysjärjestelyyn, jossa Vincit fuusioitui ICT-palveluntarjoaja Javerdelin kanssa.

Vuonna 2016 Vincit kasvoi pääosin orgaaniseen kasvuun perustuen 23 %. Kasvua ajoi ohjelmistokehitysliiketoiminnat (arvioitu osuus liikevaihdosta 70 %), sillä ICT-palveluiden (noin 30 % liikevaihdosta) kasvu on arviomme mukaan ollut selvästi yhtiön kokonaiskasvua hitaampaa. Yhtiön mukaan vuonna 2016 aloitetut kasvuhankkeet Yhdysvalloissa tuottivat myös hyviä asiakkuuksia jo ensimmäisenä toimintavuonna erityisesti teollisen internetin alueella.

Voimakkaasta liikevaihdon kasvusta huolimatta Vincitin kannattavuus on pysynyt sektorinsa parhaalla tasolla ja liikevoittomarginaali on ollut keskimäärin 21 % vuosina 2011-2016. Vuonna 2016 Vincitin käyttökate-% oli 21 % voimakkaasta orgaanisesta kasvusta huolimatta. Tämä on IT-palvelusektorin yhtiölle poikkeuksellista, sillä nopea rekrytointivauhti tyypillisesti rasittaa konsulttiliiketoiminnassa kannattavuutta. Yhtiö on siis pystynyt pitämään korkeasta kasvusta huolimatta yllä todella vahvoja käyttöasteita ja onnistunut ajamaan uudet osaajat sisään projekteihin ja asiakkuuksiin nopeasti.

Vincitin nettotulosta rasittaa edelleen jonkin verran vähemmistöosuudet, mutta yhtiö lunasti osan vähemmistöomistuksista kuluvan vuoden

aikana. Viime vuonna vähemmistöosuus oikaistusta nettotuloksesta oli reilut 0,3 MEUR tai noin 9 %. Lunastuksista johtuen vähemmistöjen tulosvaikutus on tänä vuonna todennäköisesti pienempi.

Vincitin 2011 ja 2012 lukuja tarkastellessa on huomioitava, että ne eivät vastanneet kalenterivuotia (1.4.-31.3.). Vuonna 2013 yhtiö raportoi ainoastaan 9 kk:n luvut ja siirtyi tämän jälkeen raportoimaan kalenterivuotien mukaisesti. Tästä syystä olemme oikaisseet tilikauden 2013 luvut vastaamaan 12 kuukauden mittaista tilikautta. Vuoden 2015 osalta käytämme pro forma-lukuja, joka antaa oikean vertailukohdan vuoden 2016 luvuille.

H1'17: Kasvu jatkui vahvana, mutta kannattavuutta rasittivat kehityspanostukset

Vincitin H1'17-liikevaihto kasvoi 27 % vertailukaudesta 19,9 MEUR:oon. Ohjelmistokehityksen kasvu jatkui odotetusti vahvana suotuisan markkinatilanteen ansiosta ja yhtiön mukaan myös ICT-palveluiden liikevaihdon kasvu vauhdittui. Erityisesti ohjelmistokehityksen liikevaihdon kasvuun vaikuttaa merkittävästi yhtiön onnistuminen osaavan henkilökunnan rekrytoinnissa. Vincitin henkilöstö kasvoi 28 % 374:ään H1:n loppuun mennessä. Yhtiö kommentoi saatujen tilausten jatkaneen hyvää kehitystä H1:lla. Osa sopimuksista on asiakkaiden jatkokehityssopimuksia kuvastaen asiakastyytyväisyyttä. ICT-palveluiden kehitys on arviomme mukaan ollut selvästi ohjelmistokehitystä heikompaa myös kannattavuuden osalta, ja arvioimme että tästä johtuen yhtiö teki uudelleenjärjestelyjä H1:lla.

Vincitin käyttökate-% heikkeni H1:lla 15 %:iin

(H1'16: 20 %). Kannattavuutta rasittivat panostukset skaalautuvien liiketoimintojen tuotekehitykseen ja maantieteelliseen laajentumiseen sekä organisaatiomuutokset. ICT-palveluiden liiketoimintamallissa poistoilla on melko suuri vaikutus tulokseen konesali-investoinneista johtuen ja liiketoiminta sitoo siten enemmän pääomaa. Näin ollen liikevoitto-% (EBIT-%) on käyttökate-%:ia (EBITDA-%) parempi mittari kannattavuudelle. Olemme oikaisseet liikevoittoa liikearvon poistoon liittyvällä 0,2 MEUR:n kululla. Liikearvopoistoista oikaistu liikevoitto H1:lla oli 2,0 MEUR (H1'16: 2,6 MEUR) tai 10 % ja jäi selvästi vertailukaudesta (H1'16: 2,6 MEUR ja 17 %).

Yhtiö on aikaisemmin aktivoinut tuotekehityspanostuksia taseeseen (2016: 0,9 MEUR), mutta koska kehityshankkeet ovat alkaneet tuottaa liikevaihtoa raportoi yhtiö nämä nyt tuloslaskelmaan. Kyseinen kirjanpituemuutos on suurin yksittäinen tekijä H1'17:n oikaistun liikevoitto-%:n heikkenemisen taustalla. Kirjanpituemuutoksen myötä vertailukauden kannattavuusluvut eivät ole täysin verrannollisia. H1:n kasvupanostukset taas skaalautuvat jatkossa takaisin esimerkiksi, kun Turun toimipisteeseen saadaan tarvittava henkilöstömäärä laskutukseen.

Näkemyksemme mukaan tuotekehityskulujen kirjanpituemuutos taseaktivoinnista tuloslaskelmavaikutteiseksi on muutos parempaan. Vaikka muutos hetkellisesti heikentää raportoitua tulosta, parantaa se vertailukelpoisuutta. Yhtiön tuotekehityspanostukset ovat kohdistuneet pääasiassa sähköiseen allekirjoitukseen, LaaS-liiketoimintaan (Leadership as a Service) ja pilvikapasiteettipalveluihin.

Historiallinen kehitys 2/2

Taserakenne

Vincit on ollut taseeltaan historiallisesti todella vahva, eikä yhtiöllä ole ollut korollista vierasta pääomaa vuosina 2012-2014. Vuoden ensimmäisen puoliskon lopussa yhtiöllä oli 0,8 MEUR korollista velkaa. Yhtiön omavaraisuusaste oli H1'17 lopussa 58,3 % (H1'16: 36,0 %) ja nettovelkaantumisaste 4,7 % (H1'16: 58,2 %). Yhtiön tase on terveellä pohjalla johtuen terveestä liiketoiminnasta ja vakaasta rahavirrasta.

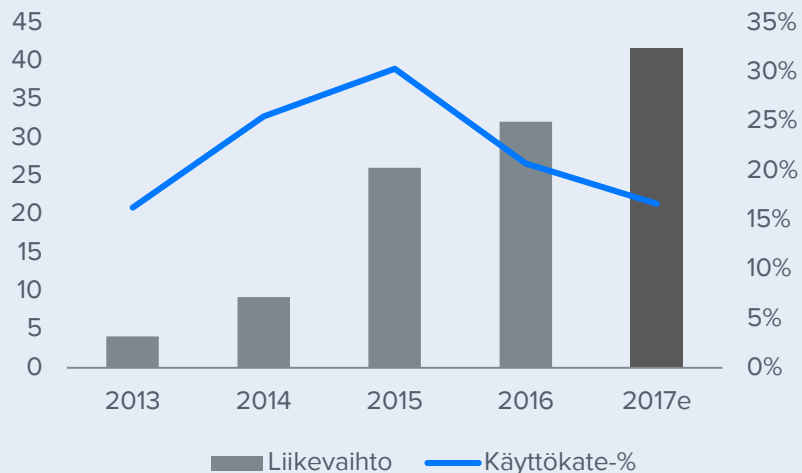
Vincitin taseen suurimpia omaisuuseriä ovat saamiset ja aineettomat hyödykkeet, jotka vastasivat 55 % ja 39 % taseesta H1'17 lopussa. Aineettomat hyödykkeet koostuvat sekä liikearvosta ja kehittämismenoista, joita yhtiö poistaa taseestaan. Liikearvoa syntyi taseeseen erityisesti Vincit Groupin muodostumiseen johtaneissa järjestelyissä, jota oli jäljellä 3,3 MEUR (17 % taseesta) H1'17 lopulla. Liikearvoa poistetaan 10 vuodessa tai reilut 0,3 MEUR vuosittain. Yrityskauppojen kirjanpidollisista poistoista johtuen suosittelemme seuraamaan esittämiämme oikaistuja tunnuslukuja osakkeen arvosta tarkasteltaessa, jotta yhtiö olisi vertailukelpoinen muihin yhtiöihin nähden. Yrityskauppojen myötä arvioimme yhtiön liikearvon nousevan edelleen vuoden 2017 lopussa, mikä nostaa hieman vuotuista poistokuormaa.

Vincitin vapaan operatiivisen kassavirran ja käyttökateen suhdeluku on ollut keskimäärin 67 % vuosina 2013-2016 ja voimakkaaseen kasvuun nähden hyvä. Vincitin kassavirtaprofiili kuitenkin paranee jatkossa, kun suorat investoinnit

pienenevät. Odotamme Vincitin aineellisten (konesali) investointien pienentyvän, koska yhtiö ei todennäköisesti investoi ainakaan merkittävästi enää omaan konesaliin. Lisäksi investointeja pienentää H1'17:n tavoin tulosvaikutteisesti jatkossa kirjattavat kehittämismenot.

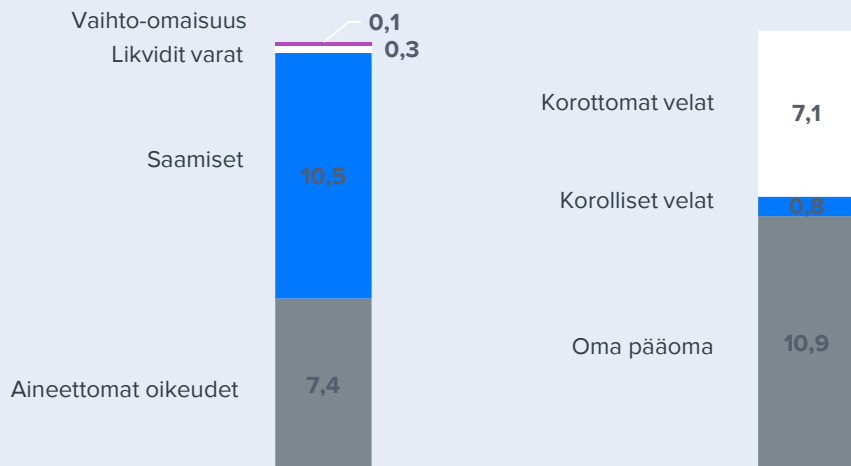
Historiallinen kehitys

Liikevaihdon ja kannattavuuden kehitys

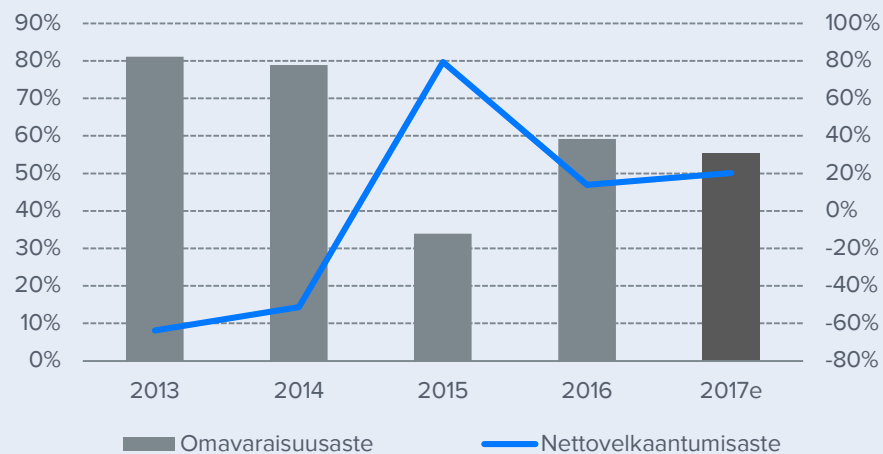


Lyhennetty tuloslaskelma	2013	2014	2015	2016	2017e
Liikevaihto	4,1	9,2	26,1	32,1	41,6
Käyttökate (EBITDA)	0,7	2,3	7,9	6,6	6,9
Oikaistu liikevoitto (EBIT)	0,6	2,3	5,8	5,0	4,8
Oik. liikevoitto-%	15,9 %	25,3 %	22,4 %	15,7 %	11,5 %
Liikevoitto (EBIT)	0,6	2,3	5,5	4,4	4,4
Tulos ennen veroja	0,7	2,4	5,3	3,1	4,1
Nettotulos	0,5	1,9	4,0	2,2	2,7
Avainluvut	2013	2014	2015	2016	2017e
Liikevaihdon kasvu-%	-30,9 %	125,8 %	182,8 %	23,0 %	29,8 %
Käyttökate-%	16,2 %	25,5 %	30,3 %	20,7 %	16,6 %
Liikevoitto-%	15,9 %	25,3 %	21,3 %	13,7 %	10,5 %
ROE-%	14,3 %	39,2 %	70,4 %	25,3 %	22,2 %
ROI-%	17,2 %	48,5 %	60,5 %	32,9 %	29,3 %
Omavaraisuusaste	81,1 %	78,9 %	33,9 %	59,2 %	55,3 %
Nettovelkaantumisaste	-63,7 %	-51,3 %	79,4 %	13,8 %	20,2 %

Tase H1'17



Taseen avainlukujen kehitys



Ennusteet

Ennusteajurit ja -muutokset

Ennustamme Vincitin liikevaihtoa pääasiassa henkilöstömäärän muutosten kautta, koska yhtiön kasvu on edelleen vahvasti riippuvainen osaajista. Kulurakenteessa suurin kuluerä on myös henkilöstökulut, joka on suoraan sidonnainen henkilöstömäärän muutoksiin sekä palkkainflaatioon. Muita kulueriä, kuten materiaalit ja palvelut sekä liiketoiminnan muut kulut, ennustamme pääasiassa suhteessa liikevaihdon kehitykseen. Vincitin omien tuotteiden ja ratkaisujen liikevaihto on ymmärtääksemme edelleen pientä, ja näin ollen emme vielä mallinna näitä erikseen.

Emme ole tehneet ennustemuutoksia tämän päivituksen yhteydessä. Edellisessä päivityksessämme (11/2017) nostimme vuosien 2017-2019 tulosennusteita noin 5-20 % yrityskaupoista ja kasvaneista orgaanisen kasvun odotuksista johtuen. Liikevaihdon kasvu-ennusteemme lähivuosille olettavat henkilöstömäärän kasvun jatkumista lähes nykyisellä tahdilla, joka taas todennäköisesti vaatii uusiin kaupunkeihin laajentumista.

Odotamme kasvun kiihtyneen H2'17:lla

Odotamme Vincitin liikevaihdon kasvun kiihtyneen H2'17:lla yrityskauppojen vetämänä. Arvioimme H2:n liikevaihdon kasvaneen 33 % (H1'17: kasvu 27 %) 21,7 MEUR:oon. Arvioimme Vincitin henkilöstön olevan 454 H2'17 lopussa. Näin ollen odotamme henkilöstön kasvaneen orgaanisesti 30:lla ja yrityskauppojen myötä 50:lla H1'17 lopusta, jolloin työntekijöitä oli 374 työntekijää (2016 lopussa 324). Keskimäärin arvioimme katsastuskaudella olleen 406 työntekijää.

Ennustamme H2:n oikaistun liikevoiton olevan 2,8 MEUR (13 % liikevaihdesta) ja paranevan H1'17:n 10

%:sta, mutta jäävän vertailukauden 14,8 %:sta. Olemme oikaisseet liikevoittoa 0,2 MEUR:lla liittyen liikearvon poistoihin. Yhtiö poistaa FAS-kirjanpidon mukaisesti liikearvoa taseestaan, joten liikearvopoistojen oikaisu on vertailukelpoisuuden näkökulmasta perusteltua.

Vuosi 2017: vahvaa liikevaihdon kasvua

Vinciti on ohjeistanut kasvun jatkuvan vuonna 2017. Odotamme Vincitin helposti yltävän kyseiseen tavoitteeseen ja arvioimme koko vuoden liikevaihdon kasvavan 30 % 41,6 MEUR:oon (2016: 32,1 MEUR) ja oikaistun liikevoiton olevan 4,8 MEUR tai 11,5 % liikevaihdesta (2016 5,0 MEUR ja 16 %) vuonna 2017. Arvioimaamme liikevoitto-%:n heikentymiseen vaikuttavat kirjanpitokäytännön muutos sekä yhtiön kehityspanostukset. Nyt aikaisempia taseeseen aktivoituja T&K-kuluja kirjataan tulosvaikutteisesti.

Vähemmistöille kuuluvan tulososuuden odotamme laskevan 0,2 MEUR:oon (2016: 0,3 MEUR). Näin ollen ennusteessamme yhtiön oikaistu nettotulos vuodelta 2017 on 3,1 MEUR ja osakekohtainen tulos 0,28 EUR (2016: 4,1 MEUR ja 0,37). Arvioimme yhtiön säilyttävän osingonmaksun viime vuoden tasolla 12 sentissä osakkeelta johtuen yritysjärjestelyihin käytetyistä varoista.

Keskipitkän aikavälin ennusteet: hyvää tuloskasvua

Vuoden 2017 jälkeen arvioimme Vincitin kasvavan osittain yrityskauppojen tukemana 32 % vuonna 2018 ja vuonna 2019 orgaanisesti 13 %. Ennustamme ohjelmistokehityksen ajavan kasvua ja ICT-palveluliiketoiminnan vain hienoisesti kasvavan pilviylläpitopalveluiden ja ristiinmyynnin vetämänä. Ennustamme yhtiön ylläpitävän orgaanisesti lähes nykyistä henkilömääräistä rekrytointivauhtia, mikä määrittää orgaanisen

liikevaihdon kasvunopeuden. Ennustamme 60 henkilön vuosikasvua seuraavina kahtena vuonna verrattuna 82 työntekijän nettorekrytointeihin edellisen vuoden aikana H1'17 lopussa.

Ennustamme oikaistun liikevoitto-%:n olevan 11,5 % kuluvana vuonna sekä 12,9 % ja 13,6 % vuosina 2018-2019. Kannattavuutta tukee ohjelmistokehityspalveluiden ja ohjelmistoylläpidon erinomainen kannattavuus, ylläpitopalveluiden tulosparannus sekä tuoteliiketoimintojen kehityspanostusten suhteellisen osuuden pienentyminen.

Liikevaihdon kasvusta ja kannattavuusparannuksista johtuen arvioimme oikaistun nettotuloksen kasvavan 3,1 MEUR:sta vuonna 2017 5,4 MEUR:oon vuonna 2018 ja 6,5 MEUR:oon vuonna 2019. Vastaavasti osakekohtainen tulos kasvaa ennusteessamme 0,28 eurosta vuonna 2017 0,48 euroon vuonna 2018 ja 0,58 euroon vuonna 2019.

Arvioimme Vincitin taseen hieman vahvistuvan tulevina vuosina liiketoiminnan tuloksen ja rahavirran myötä. Arvioimme yhtiön maksavan osinkoa 30 % - 50 % osakekohtaisesta tuloksesta ja ennusteemme osakekohtaiselle osingolle vuosille 2018-2019 ovat 0,16 EUR ja 0,18 EUR. Osinkotuotto on näin ollen reilut 2 % vuosille 2018-2019.

Pitkän aikavälin ennusteet

Pitkällä aikavälillä odotamme kasvun asteittain hidastuvan 2 %:iin vuonna 2025. Odotamme myös liikevoitto-%:n laskevan kohti sektorin keskimääräistä tasoa ja olevan 9 % vuoden 2025 ikuisuusoletuksessa. Painotamme Vincitin arvonmäärityksessä kuitenkin enemmän lyhyen ja keskipitkän aikavälin ennusteita.

Ennusteet

Tuloskehitys puolivuositain	2015	2016H1	2016H2	2016	2017H1	2017H2e	2017e	2018e	2019e
Liikevaihto	26,1	15,7	16,4	32,1	19,9	21,7	41,6	55,0	62,3
Käyttökate	7,9	3,2	3,5	6,6	3,1	3,9	6,9	8,8	9,9
Poistot ja arvonalennukset	-2,4	-1,0	-1,2	-2,2	-1,3	-1,3	-2,5	-2,4	-2,1
Liikevoitto ilman kertaerää	5,8	2,6	2,4	5,0	2,0	2,8	4,8	7,1	8,5
Liikevoitto	5,5	2,2	2,2	4,4	1,8	2,6	4,4	6,4	7,8
Nettorahoituskulut	-0,2	-0,2	-1,1	-1,3	-0,2	-0,1	-0,3	-0,1	0,0
Tulos ennen veroja	5,3	2,0	1,1	3,1	1,6	2,5	4,1	6,3	7,8
Verot	-1,2	-0,6	-0,1	-0,6	-0,6	-0,6	-1,2	-1,3	-1,7
Vähemmistöosuudet	-0,1	-0,2	-0,1	-0,3	-0,1	-0,1	-0,2	-0,2	-0,3
Nettotulos	4,0	1,2	1,0	2,2	0,9	1,8	2,7	4,8	5,8
EPS (oikaistu)	n.a.	0,18	0,21	0,37	0,10	0,18	0,28	0,49	0,58
EPS (raportoitu)	n.a.	0,13	0,09	0,21	0,08	0,16	0,24	0,42	0,52



Tunnusluvut	2015	2016H1	2016H2	2016	2017H1	2017H2e	2017e	2018e	2019e
<i>Liikevaihdon kasvu-%</i>	182,8 %			23,0 %	27,0 %	32,5 %	29,8 %	32,2 %	13,2 %
<i>Oikaistun liikevoiton kasvu-%</i>	150,6 %			-13,7 %	-23,9 %	15,1 %	-5,2 %	48,6 %	19,0 %
<i>Käyttökate-%</i>	30,3 %	20,2 %	21,2 %	20,7 %	15,4 %	17,8 %	16,6 %	16,1 %	15,8 %
<i>Oikaistu liikevoitto-%</i>	22,4 %	16,7 %	14,8 %	15,7 %	10,0 %	12,8 %	11,5 %	12,9 %	13,6 %
<i>Nettotulos-%</i>	15,5 %	7,7 %	5,9 %	6,8 %	4,4 %	8,4 %	6,5 %	8,7 %	9,3 %

Lähde: Inderes



Arvonmääritys 1/2

Sijoitusnäkemys - vahva orgaaninen tuloskasvu ja yrityskaupat osakkeen ajureina

Vincit profiloituu sektorinsa yhdeksi parhaiten kasvaviksi ja kannattavaksi IT-palveluyhtiöiksi, joka operoi pääpainoisesti markkinan kasvavilla segmenteillä. Yhtiö on viimeisen vuoden aikana muokannut tarjontaansa vastamaan entistä paremmin markkinan trendeihin.

Arviomme mukaan Vincitin osakkeen arvonmuodostus tulee edelleen perustumaan orgaanisen-, epäorgaanisen kasvun ja kannattavuusparannuksen tuomaan arvonnousuun. Vincit on listautumisen jälkeen osoittanut yhtiön pystyvän edelleen kasvamaan voimakkaasti myös orgaanisesti. Yhtiö on myös vahvistanut osaamistaan yrityskauppojen kautta kohtuullisesti arvostetuilla yrityskaupoilla. Lisäksi pienempiä IT-palveluyhtiöitä on yhtiölle ymmärryksemme mukaan vielä hyvin tarjolla. Kannattavuusparannusta ajaa parempi katteisemman ohjelmistoliiketoiminnan ja ohjelmistoylläpidon suhteellisesti kasvava osuus liikevaihdosta.

Keskipitkällä aikavälillä näemme arvonnousupotentiaalia yhtiön uusien omien ratkaisujen sekä tuotteiden jatkuvan ja skaalautuvan potentiaalini myötä. Onnistuessaan nämä tukevat arvostusta niin liikevaihdon kasvun, kannattavuusparannuksen kuin myös hyväksyttävän arvostuksen nousun kautta.

Näkemyksemme mukaan Vincitin arvostusta tukevat seuraavat tekijät:

- Markkinan vahvat kysyntäfundamentit Vincitin osaamisalueilla.
- Vincitin kyky vastata kysyntään

rekrytoinneilla ja hyvällä työnantajakuvalla myös kovasti kilpaillussa markkinatilanteessa.

- Sektorin parhaimpiin lukeutuva kannattavuus, jota ajaa matala itseohjautuva organisaatorakenne sekä kannustava palkkamalli.
- Poikkeuksellisen suuri henkilöstöomistus kannustimena henkilöstölle ja riskin madaltajana sijoittajalle.
- Matalariskinen liiketoimintamalli, jossa kannattavuus on ollut vakaata ja asiantuntijatyö tunti-laskutusta (ei merkittävää projektiriskiä kiinteähintaisista projekteista).
- Kaupallistamisvaiheessa olevat jatkuvat ja skaalautuvat omat ratkaisut sekä tuotteet.
- Yrityskaupat, missä kohteita etsittäessä Vincitiä tukee sen hyvä työnantajaimago.

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

- Nykyisen suotuisan markkinatilanteen kääntyminen, sillä yhtiön liiketoimintamallin jatkuvuus on heikko.
- Henkilöstön ja vahvan työntekijäimagon säilyttäminen, rekrytointinopeus ja palkkainflaatio.
- Yhtiön pieni koko ja osakkeen heikko likviditeetti.
- Yhtiöllä ei vielä ole selkeitä vahvoja tai kestäviä kilpailuetuja ja liiketoimintamallin skaalautuvuus on rajallinen.

- Yhtiön uusien jatkuvien ja skaalautuvien ratkaisujen ja tuotteiden läpilyönnissä on vielä epävarmuutta.
- Yrityskauppojen integraatioon ja kansainvälistymiseen liittyvät riskit.

Vertailuryhmä

Käytämme Vincitin vertailuryhmänä Suomessa ja Pohjoismaissa listattuja IT-palveluyhtiöitä. Sijoitusprofiililtaan yhtiölle läheisiä verrokkeja Suomessa ovat Siili ja Gofore sekä Ruotsissa HiQ International.

Yleisesti pidämme IT-palveluyhtiöitä edelleen houkuttelevana sektorina omistaa johtuen alan vahvoista kysyntäfundamenteista lähivuosille. IT-palvelusektorin arvostustasot ovat nousseet viimeisen parin vuoden aikana osittain piristyneen kysyntänäkymien sekä osittain yrityskauppojen vetämänä. Yhtiöiden välisten erojen hajonta on kuitenkin edelleen suhteellisen suurta ja kuvastaa näkemyksemme mukaan yhtiöiden eri strategioita ja niiden implementointien eri vaiheita. IT-markkinan murroksesta kärsineitä yhtiöitä tai heikomman tuloskehityksen yhtiöitä (kuten Digia, Solteq ja Affecto ennen CGI:n ostoja) on alettu hinnoitella selvästi muuta joukkoa alemmin ja alle 1x EV/liikevaihto -kertoimen tasolle. Vastaavasti esimerkiksi Vincitin ja HiQ:n suhteelliset arvostukset ovat huomattavasti korkeammalla reilussa 1,5x EV/liikevaihto tasolla. Paikoin arvostukset nousevat tai ovat nousseet yli 2x EV/liikevaihto -kertoimien tasolle, mitä voidaan pitää palveluyhtiölle lähtökohtaisesti haastavana arvostustasona.

Arvonmääritys 2/2

Arvostuskertoimiin pohjautuva arvostus

EPS-kasvu on yksi keskeisiä Vincitissä seuraamiemme mittareita, sillä se huomioi osittain vähemmistöomistuksen laimentavan vaikutuksen ja osittain osakevaihdolla tehtyjen yrityskauppojen laimennusvaikutuksen. EPS-kasvu heijastuu yhtiön osakkeeseen markkinan hinnoittelussa yhtiötä osin P/E-luvun kautta. Mitä kovempaan EPS-kasvuun yhtiö yltää, sitä korkeammat kertoimet sille voidaan hyväksyä. Lisäksi mitä korkeampaan orgaaniseen liikevaihdon kasvuun yhtiö yltää, sitä korkeampi P/E sille voidaan hyväksyä vertailuryhmään suhteessa. EV/EBIT-kerrointa käytettäessä sovellamme arvostukseen pientä alennusta johtuen tulosta laimentavasta vähemmistöosuudesta. Edelleen, palveluliiketoiminnoille tyypillisesti käytettävässä EV/EBITDA-kertoimessa tulee Vincitille antaa vielä suurempi alennus johtuen verrokkeja korkeammasta poistotasosta ICT-palveluliiketoiminnassa.

Vertailuryhmän mediaani P/E-kerroin vuodelle 2018 on 14,2x ja EV/EBIT-kerroin 12,0x. Keskeisiä arvostuskertoimia tarkastellessa lähimpien verrokkien Siilin ja Goforen kertoimet ovat hieman alle tai linjassa vertailuryhmän kanssa sekä suhteellisen hyvin linjassa Vincitiin nähden.

Näkemyksemme mukaan Vincitin nykyinen arvostus on P/E- ja EV/EBIT-kertoimien valossa maltillinen, kun huomioidaan yhtiön vahva tuloskasvu. Yhtiön odotettu tuloskasvu on sektoria parempaa ja hyväksymme näin ollen yhtiölle hieman verrokkeja korkeamman arvostuksen. Nostimme tästä johtuen

tavoitehintaamme 7,5 euroon (aik. 7,2 euroa). Vincitin P/E- ja EV/EBIT-kertoimet vuodelle 2018 ovat 14,4x ja 11,2x. Tavoitehintaamme heijastelee noin 8 %:n preemiota sektoriin. Näkemyksemme saa tukea myös Vincitin vuoden 2018 alle yhden (0,7x) ja sektoria alemman 0,8x:n PEG-kertoimesta. EV/liikevaihto -kertoimella Vincitiä hinnoitellaan vajaa 30 % verrokkien yläpuolelle, mitä selittää osin Vincitin sektoria vahvempi kannattavuus.

Yhtiö	EV/EBIT 2018e	EV/EBITDA 2018e	EV/S 2018e	P/E 2018e	PEG 2018e
Acando	10,5	9,8	1,1	14,1	1,9
Solteq	13,3	8,8	0,7	14,0	0,8
Innofactor	14,6	8,2	0,7	15,4	0,3
Nixu	26,8	20,1	2,0	25,2	0,5
Bouvet	13,0	11,3	1,1	17,8	2,4
Know IT	11,1	10,7	1,1	14,2	1,4
Enea	10,0	8,5	2,3	12,8	0,1
Tieto	12,8	9,7	1,3	15,1	3,0
HIQ	14,1	13,4	1,7	18,8	2,1
Digia	9,8	8,0	0,6	12,9	0,3
Siili	10,7	9,5	1,0	14,5	1,2
Gofore	10,3	9,5	1,8	13,5	0,4
Vincit (Inderes)	11,2	8,3	1,4	14,4	0,7
Keskiarvo	13,1	10,6	1,3	15,7	1,2
Mediaani	12,0	9,6	1,1	14,2	0,8
Erotus-% vrt. mediaani	-7 %	-13 %	28 %	1%	

Lähde: Reuters

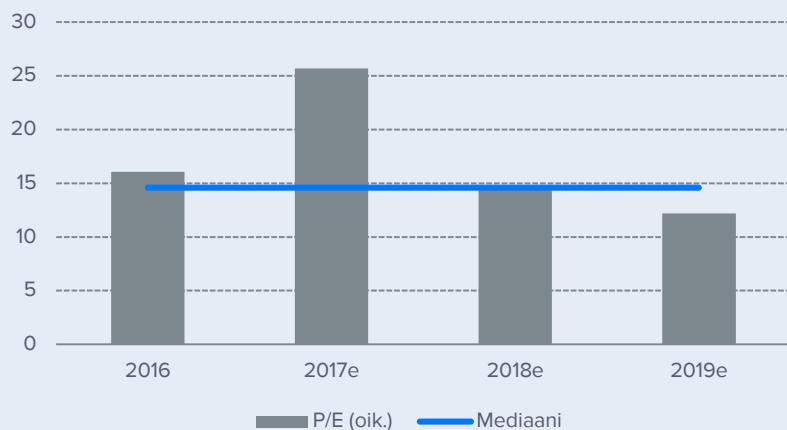
DCF-analyysi

DCF-mallimme velaton arvo (EV) Vincitille on 88 miljoona euroa, mikä vastaa 7,45 euron osakekohtaista arvoa. Malli olettaa yhtiön orgaanisen kasvun laskevan 27 %:sta vuonna 2017 asteittain 6 %:iin vuonna 2021 liikevoitto-%:n nousevan 11 %:sta 12 %:iin samalla jaksolla. Tämän jälkeen yhtiön kasvu laskee edelleen ja tasaantuu 3 %:n tuntumaan ja liikevoitto-% laskee noin 9 %:n tuntumaan vuonna 2025. Ikuisuusoletuksen painoarvo arvonnäärityksessä on 55 %. Käyttämämme diskonttaus korko (WACC) on 7,9 %.

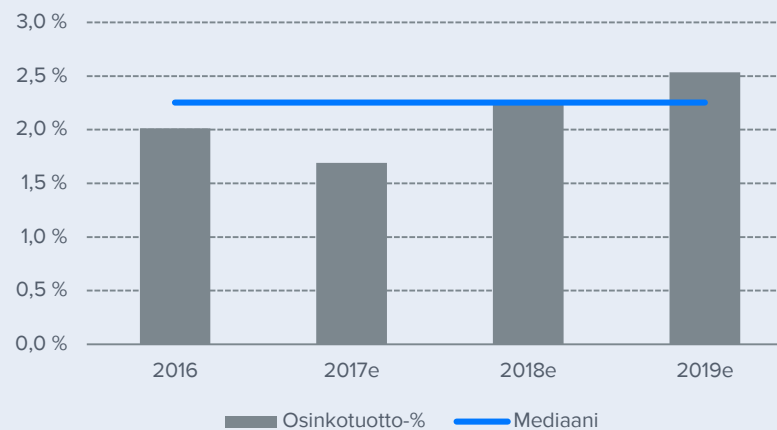
Arvostus yhteenveto

Arvostustaso	2016	2017e	2018e	2019e	2020e
Osakekurssi	5,96	6,99	6,99	6,99	6,99
Markkina-arvo	66	78	78	78	78
Yritysarvo (EV)	70	82	79	75	70
P/E (oik.)	16,1	25,3	14,4	12,0	12,0
P/E	28,1	29,0	16,5	13,5	12,0
P/Kassavirta	71,9	102,4	17,0	12,7	11,1
P/B	5,8	6,1	4,8	3,8	3,1
P/S	2,0	1,9	1,4	1,3	1,2
EV/Liikevaihto	2,2	2,0	1,4	1,2	1,1
EV/EBITDA	9,6	11,2	8,3	7,1	6,7
EV/EBIT	13,8	17,2	11,2	8,9	8,1
Osinko/tulos (%)	60,5 %	49,8 %	37,7 %	34,7 %	34,2 %
Osinkotuotto-%	2,0 %	1,7 %	2,3 %	2,6 %	2,9 %

P/E (oikaistu)



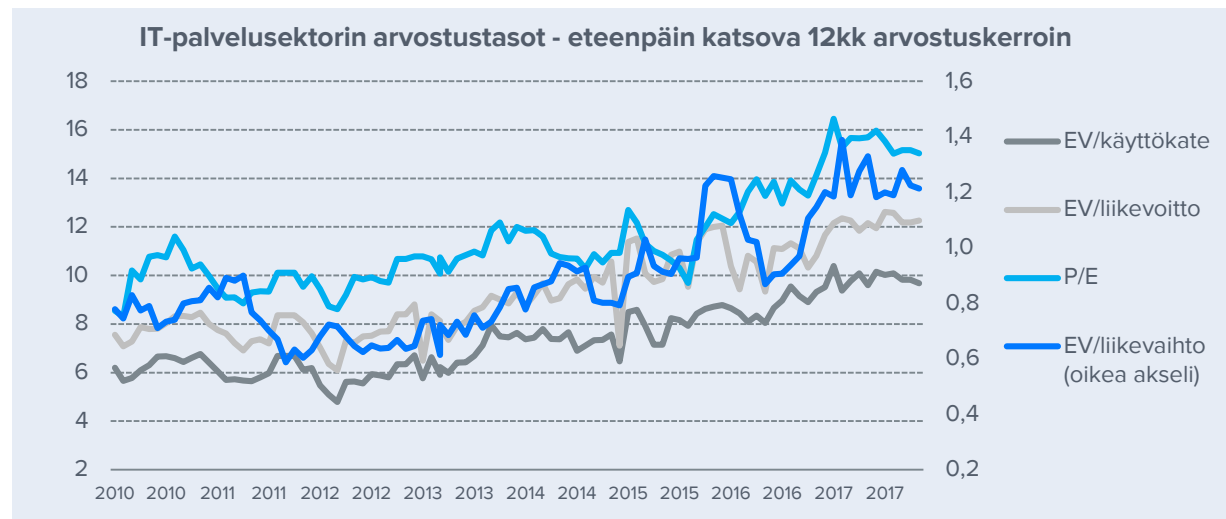
Osinkotuotto-%



Verrokkiryhmän arvostus

Yhtiö	Osakekurssi	Markkina-arvo MEUR	Yritysarvo MEUR	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%	
				2017e	2018e	2017e	2018e	2017e	2018e	2017e	2018e	2017e	2018e
Acando	28,00	285	291	11,7	10,5	10,9	9,8	1,2	1,1	16,0	14,1	5,1	5,4
Solteq	1,54	29	53	19,0	13,3	13,3	8,8	0,8	0,7	19,3	14,0		4,5
Innofactor	0,93	33	48	238,7	14,6	15,4	8,2	0,7	0,7		8,0		
Nixu	11,44	78	80	40,1	26,8	26,8	20,1	2,4	2,0	40,1	25,2		1,4
Bouvet	192,00	199	195	14,5	13,0	12,5	11,3	1,2	1,1	19,6	17,8	3,4	3,6
Know IT	158,00	305	325	12,6	11,1	11,7	10,7	1,2	1,1	16,2	14,2	3,1	3,8
Enea	78,50	154	144	11,7	10,0	9,9	8,5	2,4	2,3	14,3	12,8	3,0	3,4
Tieto	25,90	1932	2107	13,8	12,8	10,3	9,7	1,4	1,3	15,9	15,1	5,1	5,4
HIQ	60,75	336	325	15,8	14,1	14,9	13,4	1,8	1,7	20,9	18,8	5,4	5,7
Digia	2,23	60	64	15,9	9,8	9,1	8,0	0,7	0,6	25,0	12,9	2,2	2,7
Silli	11,11	78	73	13,9	10,7	12,0	9,5	1,2	1,0	17,6	14,5	3,6	4,4
Gofore	6,97	90	90	15,7	10,3	14,7	9,5	2,7	1,8	25,7	13,5		
Vincit (Inderes)	6,99	78	82	17,2	11,2	11,2	8,3	2,0	1,4	25,3	14,4	1,7	2,3
Keskiarvo				35,3	13,1	13,4	10,6	1,5	1,3	21,0	15,1	3,9	4,0
Mediaani				15,1	12,0	12,3	9,6	1,2	1,1	19,3	14,2	3,5	4,1
Erotus-% vrt. mediaani				14 %	-7 %	-8 %	-13 %	64 %	28 %	31 %	1 %	-51 %	-44 %

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

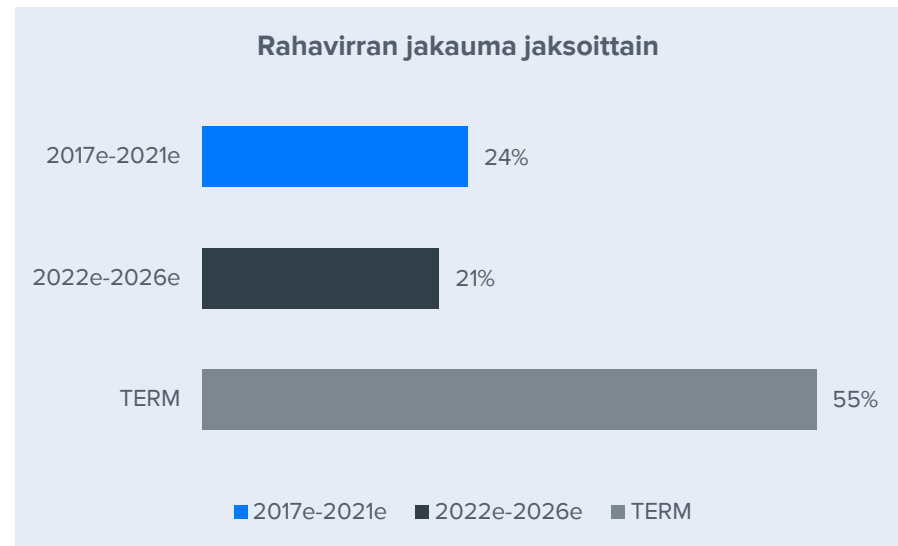


Lähde: Reuters

DCF-kassavirtalaskelma

Kassavirtalaskelma (MEUR)	2016	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	TERM
Liikevoitto	4,4	4,4	6,4	7,8	8,7	8,5	8,2	7,7	7,9	7,4	7,5	
+ Kokonaispoistot	2,2	2,5	2,4	2,1	1,7	1,4	1,3	1,1	0,9	0,8	0,7	
- Maksetut verot	-0,6	-0,6	-1,3	-1,7	-1,9	-1,9	-1,8	-1,7	-1,8	-1,7	-1,7	
- verot rahoituskuluista	-0,3	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	
+ verot rahoitustuotoista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Käyttöpääoman muutos	-1,6	0,4	-1,3	-0,7	-0,4	-0,4	-0,3	-0,3	-0,2	-0,2	-0,2	
Operatiivinen kassavirta	4,1	6,6	6,2	7,5	8,1	7,6	7,3	6,8	6,9	6,4	6,4	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	-3,2	-5,9	-1,6	-1,3	-1,0	-0,9	-0,5	-0,3	-0,4	-0,2	-0,8	
Vapaa operatiivinen kassavirta	0,9	0,8	4,6	6,2	7,1	6,7	6,8	6,5	6,5	6,1	5,6	
+/- 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	0,9	0,8	4,6	6,2	7,1	6,7	6,8	6,5	6,5	6,1	5,6	96,2
Diskontattu vapaa kassavirta		0,8	4,3	5,3	5,6	4,9	4,6	4,1	3,8	3,3	2,8	48,3
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		87,8	87,0	82,8	77,5	71,9	66,9	62,3	58,2	54,4	51,1	48,3
Velaton arvo DCF		87,8										
- Korolliset velat		-2,2										
+ Rahavarat		0,6										
-Vähemmistöosuus		-1,2										
-Osinko/pääomapalautus		-1,3										
Oman pääoman arvo DCF		83,6										
Oman pääoman arvo DCF per osake		7,45										

Pääoman kustannus (WACC)	
Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	25,0 %
Vieraan pääoman kustannus	5,0 %
Yrityksen Beta	1,10
Markkinoiden riski-preemio	4,75 %
Likviditeettipreemio	1,00 %
Riskitön korko	3,0 %
Oman pääoman kustannus	9,2 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	7,9 %



Tuloslaskelma ja tase

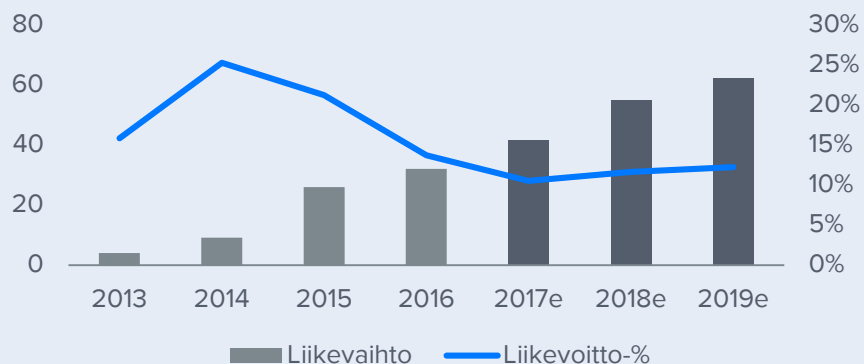
(MEUR)	2014	2015	2015*	2017e	2018e	2019e
Liikevaihto	9	26	32	42	55	62
Kulut	-7	-18	-25	-35	-46	-52
EBITDA	2,3	7,9	6,6	6,9	8,8	9,9
Poistot	0,0	-2,4	-2,2	-2,5	-2,4	-2,1
Liikevoitto	2,3	5,5	4,4	4,4	6,4	7,8
<i>Liikevoiton kertaerät</i>	0,0	-0,3	-0,6	-0,4	-0,7	-0,7
<i>Liikevoitto ilman kertaeriä</i>	2,3	5,8	5,0	4,8	7,1	8,5
Rahoituserät	-1,5	-1,8	-1,6	-0,3	0,1	0,3
Osuus osakkuusyhtiöiden tuloksesta	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Voitto ennen veroja	2,4	5,3	3,1	4,1	6,3	7,8
Muut erät	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Verot	-0,5	-1,2	-0,6	-1,2	-1,3	-1,7
Vähemmistöosuus	0,0	-0,1	-0,3	-0,2	-0,2	-0,3
Nettotulos	1,9	4,0	2,2	2,7	4,8	5,8
<i>Nettotulos ilman kertaeriä</i>	1,9	4,3	2,8	3,1	5,5	6,5
Satunnaiset erät	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Tilikauden tulos	1,9	4,0	2,2	2,7	4,8	5,8
<i>Osakekohtainen tulos</i>	<i>134,64</i>	<i>215,61</i>	<i>0,21</i>	<i>0,24</i>	<i>0,42</i>	<i>0,52</i>
Osakekohtainen tulos (oikaistu)	134,64	231,64	0,37	0,28	0,49	0,58

Lähde: Vincit ja Inderes. *Javerdel fuusion pro forma -luvut

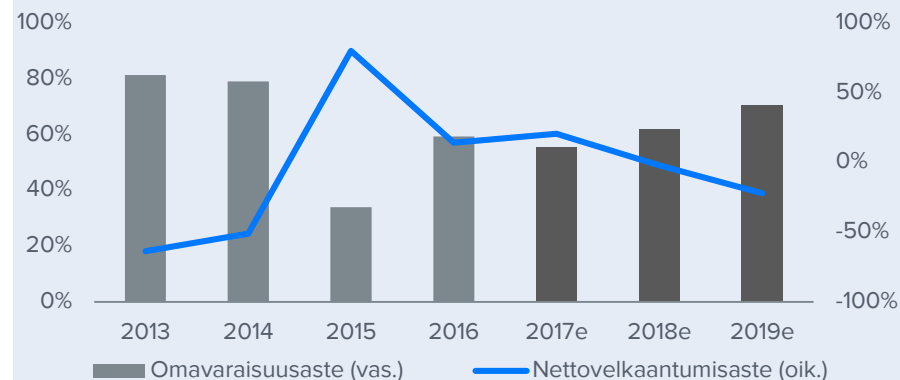
Vastaavaa (MEUR)	2014	2015	2016	2017e	2018e
Pysyvät vastaavat	0,8	8,1	9,0	11,8	11,0
Liikearvo	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Aineettomat oikeudet	0,0	4,5	4,8	8,9	8,6
Käyttöomaisuus	0,1	3,1	3,7	2,9	2,4
Sijoitukset					
osakkuusyrityksiin	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut sijoitukset	0,7	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Laskennalliset verosaamiset	0,0	0,6	0,6	0,0	0,0
Vaihtuvat vastaavat	6,3	9,8	10,9	12,0	16,0
Varastot	0,0	0,1	0,1	0,2	0,3
Muut lyhytaikaiset varat	0,0	1,2	0,0	0,0	0,0
Myyntisaamiset	3,4	6,7	10,2	11,7	14,9
Likvidit varat	2,9	1,8	0,6	0,1	0,8
Taseen loppusumma	7,1	17,9	20,0	23,8	27,0

Vastattavaa (MEUR)	2014	2015	2016	2017e	2018e
Oma pääoma	5,6	5,9	11,4	13,0	16,4
Osakepääoma	0,0	0,3	0,3	0,0	0,0
Kertyneet voittovarot	5,4	4,8	4,6	6,0	9,4
Omat osakkeet	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muu oma pääoma	0,2	0,7	6,5	7,0	7,0
Vähemmistöosuus	0,0	0,2	0,5	0,2	0,3
Pitkäaikaiset velat	0,0	4,7	1,5	2,1	0,4
Laskennalliset verovelat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lainat rahoituslaitoksilta	0,0	4,7	1,5	2,1	0,4
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	1,5	7,1	6,7	8,6	10,0
Lainat rahoituslaitoksilta	0,0	2,0	0,7	0,6	0,1
Lyhytaikaiset korottomat velat	1,5	5,2	6,0	7,9	9,9
Muut lyhytaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Taseen loppusumma	7,1	17,9	20,0	23,8	27,0

Liikevaihdon ja kannattavuuden kehitys

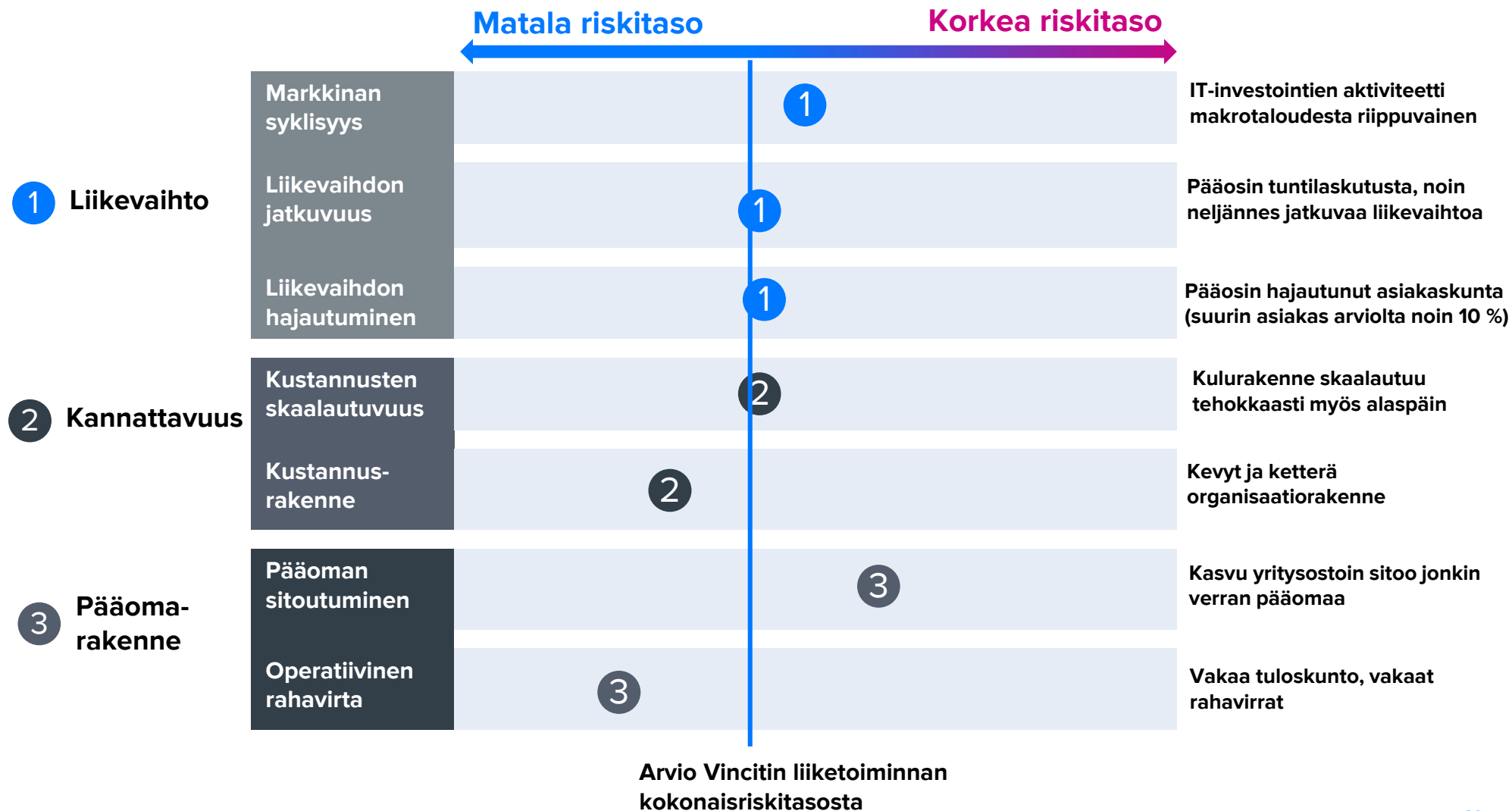


Taseen avainlukujen kehitys



Riskiprofiili

Liiketoimintamallin riskiprofiili



Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

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

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

Tuotetut raportit on tarkoitettu informatiiviseen käyttöön, joten raportteja ei tule käsittää tarjoukseksi tai kehoitukseksi ostaa, myydä tai merkitä sijoitustuotteita. Asiakkaan tulee myös ymmärtää, että historiallinen kehitys ei ole tae 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 neuvonantajia. Asiakas vastaa sijoituspäätöksensä tekemisestä ja niiden taloudellisesta tuloksesta.

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

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

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

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

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

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

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

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

Suositushistoria

Päivämäärä	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
18.10.2016	Myy	5,30 €	6,10 €
23.1.2017	Vähennä	6,10 €	6,27 €
24.2.2017	Myy	6,10 €	7,54 €
17.5.2017	Myy	6,10 €	7,60 €
30.8.2017	Myy	6,10 €	7,43 €
28.11.2017	Lisää	7,20 €	6,66 €
21.12.2017	Lisää	7,50 €	6,99 €

Inderes



2015

Ennustetarkkuus



2014, 2016, 2017

Suosituustarkkuus



2014, 2015, 2016

Suositus- ja
ennustetarkkuus



2012, 2016

Suosituustarkkuus



2012, 2016, 2017

Suositus- ja
ennustetarkkuus



2017

Suosituustarkkuus



2017

Suosituustarkkuus

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

Inderes Oy

Itämerentori 2

00180 Helsinki

+358 10 219 4690

twitter.com/inderes

Palkittua analyysiä osoitteessa www.inderes.fi

**Analyysi kuuluu
kaikille.**

www.inderes.fi