

# Bilot

Sijoitustutkimus

2/2020

inde  
res.

# TÄRKEITÄ TIETOJA LUKIJALLE

Inderes Oy ("Inderes") on laatinut tämän tutkimuksen Bilot Oyj:stä ("Yhtiö").

Tämä tutkimus on tarkoitettu käytettäväksi ainoastaan taustatietoa varten, eikä sitä tule pitää Yhtiön, sen osakkeiden tai muiden arvopapereiden tarjoamisena tai markkinointina Suomessa tai missään muussakaan maassa.

Inderes on laatinut tämän tutkimuksen riippumattomana asiantuntijana. Yhtiö ei ota kantaa tutkimuksen sisältämiin tietoihin eikä ota vastuuta niiden oikeellisuudesta tai mahdollisista puutteista taikka Inderesin niiden perusteella tekemistä johtopäätöksistä.

Tässä tutkimuksessa ei pyritä antamaan kokonaiskuvaa tai sijoitusta varten riittäviä tietoja Yhtiöstä, eikä siinä olevien tietojen perusteella voida tehdä sijoituspäätöksiä. Annettavat tiedot voivat muuttua tai niitä voidaan muuttaa ilman, että lukija saa tästä erillistä ilmoitusta. Mahdollista sijoitusta suunnittelevan tahon on itse selvitettävä ja arvioitava Yhtiöön liittyviä tietoja sekä hankittava omalla kustannuksellaan omat oikeudelliset, taloudelliset, verotukselliset ja muut neuvot mahdollista sijoitusta varten.

Tämä tutkimus sisältää tulevaisuutta koskevia lausumia, arvioita ja laskelmia Yhtiöstä ja markkinoista, joilla Yhtiö toimii. Tällaiset lausumat, arviot ja laskelmat heijastavat niitä varten tehtyjä oletuksia, jotka voivat pitää paikkansa tai osoittautua virheellisiksi. Tulevaisuutta koskevat lausumat, arviot ja laskelmat sisältävät tunnettuja ja tuntemattomia riskejä, epävarmuustekijöitä sekä muita tärkeitä tekijöitä, joiden johdosta Yhtiön todellinen tulos, toiminta ja saavutukset tai toimialan kehitys voivat poiketa olennaisesti tällaisissa tulevaisuutta koskevilla lausumissa, arvioissa ja laskelmissa nimenomaisesti tai välillisesti esitetyistä seikoista. Inderes tai Yhtiö ei anna vakuutuksia tai sitoumuksia tällaisista lausumista, arvioista ja laskelmista.

Vaikka tämä tutkimus on laadittu Yhtiön toimeksiannosta, tutkimus ei ole arvopaperimarkkina- (746/2012) tarkoitettu esite tai markkinointimateriaali. Tutkimus ei sisällä tarjousta, tarjouspyyntöä tai sijoitusneuvoja Yhtiön osakkeiden tai muiden arvopapereiden hankkimisesta tai merkitsemisestä. Sovellettavaan lainsäädäntöön saattaa sisältyä tämän tutkimuksen vastaanottamista koskevia rajoituksia. Tutkimuksen vastaanottaja voi saada tiedon tutkimuksesta ja vastaanottaa sen vain sillä ehdolla, että tämä on mahdollista sovellettavan lain mukaan ilman minkäänlaisia viranomaishyväksyntöjä, rekisteröintejä tai muita muodollisuuksia.

Tämä tutkimus ei ole arvopapereiden myyntitarjous Australiassa, Etelä-Afrikassa, Hongkongissa, Japanissa, Kanadassa, Singaporessa, Uudessa-Seelannissa tai Yhdysvalloissa eikä missään Euroopan talousalueen maassa.

Yhtiö ei ole rekisteröinyt, eikä sen tarkoituksena ole rekisteröidä, mitään osaa mahdollisesta tarjouksesta Yhdysvalloissa, eikä sen tarkoituksena ole tarjota arvopapereita yleisölle Yhdysvalloissa. Tarjousta ei tehdä missään sellaisessa maassa, missä joko tarjous tai siihen osallistuminen olisi kiellettyä tai edellyttäisi Suomen lainsäädännön mukaisten toimenpiteiden lisäksi esitteen laatimista, rekisteröintiä tai muita toimenpiteitä.

Tämän tutkimuksen sisältämä tieto ei ole tarkoitettu julkistettavaksi tai levitettäväksi kokonaan tai osittain, suoraan tai välillisesti Australiassa, Etelä-Afrikassa, Hongkongissa, Japanissa, Kanadassa, Singaporessa, Uudessa-Seelannissa tai Yhdysvalloissa tai missään muussa maassa, jossa julkaiseminen tai levittäminen olisi lainvastaista.

# Digitaalisen liiketoiminnan asiantuntija

Bilot on vakaalle perustalle rakennettu IT-konsulttitalo, jota on kehitetty historiassa pitkäjänteisesti ja hallituin riskein. Yhtiön mahdollinen listautuminen luo edellytykset muuttaa strategian painopistettä vahvemmin kasvuun, mitä yhtiön palvelualueiden vahva pitkän aikavälin kysyntänäkymä tukee.

## Digitaalisen liiketoiminnan ratkaisuja rakentava IT-konsultti

Bilotia voisi kuvailla Suomen IT-markkinan parhaiten varjelluksi salaisuudeksi. Yhtiö on nimenä melko tuntematon, mutta se on kasvanut Suomen IT-markkinan keskiuurten toimijoiden joukkoon 20 miljoonan euron liikevaihtoluokkaan. Yhtiöllä on Suomessa vakuuttava asiakasportfolio suuryrityssegmentissä vaativilla ratkaisualueilla etenkin SAP-liitännäisissä järjestelmissä. Bilotin palvelualueille on arviomme mukaan ominaista korkea alalle tulon kynnyksellä sekä pitkät ja vakiintuneet asiakassuhteet. Kilpailussa yhtiö haastaa erityisesti suuria IT-generalisteja, joista se pyrkii erottumaan ketteryydellä, asiakasläheisyydellä ja osaamisella.

## IT-ratkaisutoimituksia konehuoneesta asiakasrajapintaan asti

Bilot toimittaa asiakkailleen digitaalisen liiketoiminnan IT-ratkaisuja, joiden tavoitteena on tuoda asiakkaalle uutta liiketoimintaa ja kilpailuetua digitaalisuuden avulla. Toimitettavat järjestelmät ulottuvat vertikaalisesti asiakkaan erp-järjestelmistä aina asiakasrajapintaan asti. Yhtiön vahvuutena on syväosaaminen erityisesti SAP-toiminnanohjausjärjestelmissä, joilla on Bilotin suuryrityksiin painottuvassa asiakaskunnassa ja Suomessa vahva markkina-asema. Tämä on vaativa osaamisalue, joka on historiassa ollut hitaasti kasvava ja hyljeksitty osa IT-markkinaa, mutta se on nyt nousemassa IT-markkinalla tärkeämpään ja strategisempaan rooliin, kun asiakkaat pyrkivät integroimaan uusia digitalisaatoratkaisuja niiden liiketoiminnan ydinjärjestelmiin. Asiakasrajapinnassa yhtiön vahvuutena on B2B-verkkokaupparatkaisujen osaaminen.

## Palvelualueet asemoituvat hyvin IT-markkinan trendeihin

Bilotin saavuttama asema suurten asiakkaiden liiketoimintakriittisissä järjestelmissä vahvan asiakaspidon alueilla luo yhtiölle hyvän alustan toteuttaa kasvustrategiaa. Näkemyksemme mukaan myös IT-markkinan trendit ovat kääntymässä Bilotin digitaaliseen liiketoimintaan keskittyvän palveluportfolion näkökulmasta suosiollisiksi 2020-luvulle lähdeettäessä, sillä yhtiön ratkaisualueet ovat nousemassa jatkuvasti vahvemmin asiakkaiden strategiselle agendalle. Markkinan kysyntänäkymä Bilotin palvelualueille luo yhtiölle hyvät edellytykset saavuttaa yli 10 %:n orgaanisen kasvun. Yhtiö on lisäksi käynnistänyt kansainvälistymisen Puolan ja Ruotsin markkinoilla. Listautuminen luo yhtiölle edellytykset kiihdyttää kasvustrategiaa etenkin yritysostoin.

## Odotamme vakaata kasvua, jota vauhditetaan todennäköisesti yritysostoin

Bilot on vakaata kannattavuutta tekevä kasvuyhtiö, jota kasvatetaan hallituin riskein. Arvioimme yhtiön kasvavan lähivuodet orgaanisesti 8-10 %:n vauhtia ja EBITA-%:n olevan viime vuosien tasolla 9-10 %:ssa. Yhtiön strategisena tavoitteena on 10 %:n liikevoittomarginaali oik. liikearvon poistoilla (EBITA) sekä 50 MEUR liikevaihto vuonna 2024, mikä tarkoittaa, että kasvua haetaan myös yritysostoilla (2019 liikevaihto 18,5 MEUR). Arvomäärityksessä soveltamalla EV/EBIT-, EV/EBITDA- ja P/E-kertoimilla sekä DCF-analysillä arvioimme yhtiön osakekannan arvoksi ennen antia 16,5-22,7 MEUR, kun listautumishinta vastaa 16,9 MEUR arvostusta.

## Analytiikot



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



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

## Arvostus

**Inderesin arvio osakkeen arvosta ennen listautumisantia:**

**6,6-9,0 euroa/osake**

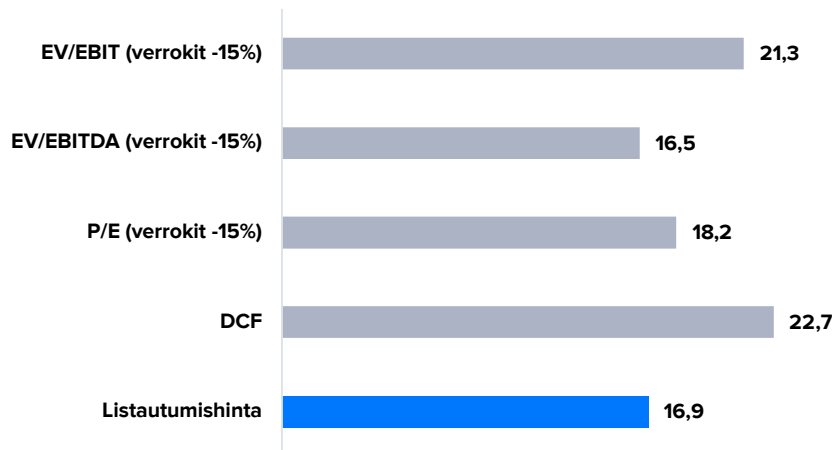
**Osakkeen merkintähinta:**

**6,7 euroa/osake**

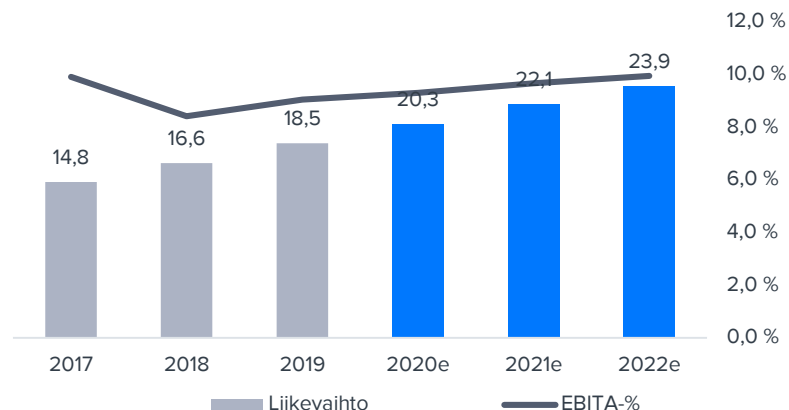
**Avainluvut 6,7 euron merkintähinnalla**

	2019	2020e	2021e	2022e
<b>Liikevaihto</b>	18,5	20,3	22,1	23,9
<b>kasvu-%</b>	11 %	10 %	9 %	8 %
<b>EBIT oik.</b>	1,7	1,9	2,1	2,4
<b>EBIT-% oik.</b>	9,1 %	9,3 %	9,6 %	9,9 %
<b>Nettotulos</b>	1,2	1,5	1,7	1,9
<b>EPS (oik.)</b>	138,16	0,59	0,67	0,74
<b>P/E (oik.)</b>	12,1	11,3	10,1	9,1
<b>P/B</b>	5,3	4,1	3,4	2,8
<b>Osinkotuotto-%</b>	3,4 %	4,4 %	5,0 %	5,5 %
<b>EV/EBIT (oik.)</b>	9,6	8,2	6,8	5,7
<b>EV/EBITDA</b>	8,5	7,4	6,1	5,2
<b>EV/Liikevaihto</b>	0,8	0,7	0,6	0,5

## Arvonmäärityksen yhteenveto (MEUR)

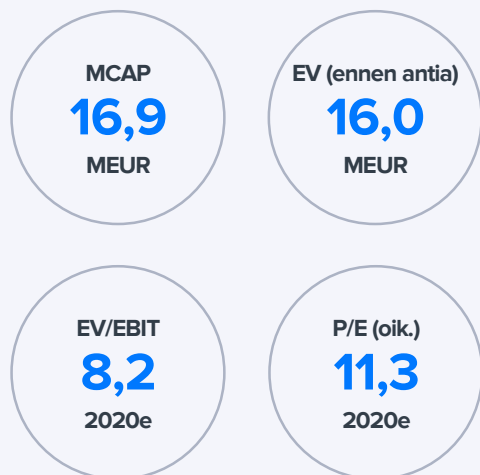


## Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

## Arvostus listautumishinnalla



### Arvoajurit

- Liikevaihdon orgaaninen markkinaa nopeampi kasvu Suomessa ja kansainvälisesti
- Vahva asiakaspito
- Teknologiaportfolion laajentaminen
- Yritysosot
- Listautuminen tuo uskottavuutta, näkyvyyttä ja tekee osakkeesta maksuvälineen yrityskauppoihin

### Riskitekijät

- Riippuvuus keskeisistä ekosysteemeistä kuten SAP
- Suurten asiakkaiden iso osuus liikevaihdosta ja neuvotteluvoima
- Suurten kilpailijoiden kilpailupaine
- Kansainvälistymisen ja yritysostojen onnistuminen
- Työntekijöiden saatavuus

### Arvostus

- Asemoimme yhtiön lievällä alennuksella suhteessa IT-palvelusektorin verrokkeihin
- Pieni koko puoltaa alennusta, hyvä kasvu tukee arvostusta
- EV-pohjaiset kertoimet huomioivat paremmin Bilotin vahvan taseen
- Vahva kassa ja kassavirta mahdollistavat myös kohtalaisen osingon

# Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	<b>6-10</b>
Sijoitusprofiili	<b>11-13</b>
IT-palvelumarkkinat	<b>14-20</b>
Kilpailu	<b>21-23</b>
Strategia	<b>24-26</b>
Historiallinen kehitys	<b>27</b>
Ennusteet ja arvonmääritys	<b>28-29</b>
Arvonmääritys	<b>30-32</b>
Taulukot	<b>33-39</b>
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	<b>40</b>

# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 1/3

## Yhtiökuvaus

### SAP-ekosysteemissä kasvanut IT-konsultti

Bilotin perusti vuonna 2005 joukko alansa johtavia asiantuntijoita tuottamaan asiantuntijapalveluita SAP-ohjelmistoihin pohjautuviin asiakasprojekteihin. Suomen IT-markkinalla oli tuolloin meneillään suuryritysten investointiaalto mittaviin erp-hankkeisiin, joita pääasiassa suuret IT-generalistit toimittivat. Bilotin perustajat näkivät, että markkinan seuraava aalto muodostuisi näiden erp-järjestelmien päälle rakennettavista toiminnallisuuksista. Samalla tämä oli IT-markkinan osa-alue, jota suuria hankkeita toimittavat kilpailijat eivät nähneet kiinnostavana sen pienen volyymin takia. Bilotin osaajien vahva asiantuntemus SAP-järjestelmistä sekä SAP:n vahva markkina-asema Suomen suuryrityisasiakkaiden segmentissä loivat Bilotin kasvulle hyvän ympäristön, joka on kantanut tähän päivään asti. Tätä on lisäksi tukenut SAP-ohjelmistoperheen jatkuva laajentuminen.

Bilot ei itse toimita erp-järjestelmiä, vaan yhtiö keskittyy näiden järjestelmien päälle rakennettaviin liiketoimintaratkaisuihin, jotka palvelevat Bilotin ”asiakkaan asiakasta”. Yhtiön toimittamat järjestelmät liittyvät asiakkaan liiketoiminnan ydinprosesseihin ja digitaaliseen liiketoimintaan. Näkemysksemme mukaan tämä taustajärjestelmien ymmärrys yhdistettynä asiakasrajapinnan ratkaisuihin on osaamisalueiden yhdistelmä, joka on nousemassa merkittävään rooliin IT-markkinan seuraavassa aallossa 2020-luvulla.

Bilotia on läpi sen historian kehitetty pitkäjänteisesti henkilöstöomisteisena. Yhtiö ei ole historiassaan ottanut merkittäviä riskejä liiketoiminnan laajentamisessa ja kasvu on ollut

tulorahoitteista. Bilotille ominaista on ollut myös osaaialähtöinen kulttuuri, minkä takia se on päättänyt säilyttää itsenäisyytensä IT-markkinan konsolidaatiosta huolimatta. Bilotin mahdollinen listautuminen loisi edellytyksiä kiihdyttää kasvua niin palveluportfolion laajentamisen, yritysostojen kuin kansainvälistymisen suhteen, mikä ei olisi henkilöstöomisteisena listaamattomana yrityksenä mahdollista.

Bilotin liikevaihto vuonna 2019 oli 18,5 miljoonaa euroa ja yhtiö työllisti noin 140 osaaajaa. Yhtiöllä on toimistot Suomessa Helsingissä ja Jyväskylässä, Puolassa Poznańissa ja Varsovassa sekä Ruotsissa Tukholmassa. Puolan liiketoiminta käynnistettiin vuonna 2014, minkä jälkeen se on onnistuneesti kasvanut noin 2 MEUR:n kokoluokkaan ja on kannattava. Puolan yksikkö palvelee paikallisia asiakkaita ja toimii nearshore-yksikkönä Suomen toiminnoille. Ruotsin toiminta käynnistyi vuonna 2019 ja on käynnistysvaiheessa vielä tappiollinen. Yhtiö on tehnyt yhden pienen yritysjärjestelyn vuonna 2018 yhdistymällä Louhia Analytics Oy:n kanssa. Yritysjärjestelyllä yhtiö laajensi palveluportfoliotaan analytiikan, koneoppimisen ja tiedolla johtamisen alueella.

### Digitaalinen liiketoiminta keihäänkärkenä

Bilot tunnetaan pääasiassa erp-asiantuntijana, mutta yhtiö profiloituu palvelualueiden osalta digitaalisen liiketoiminnan ja asiakaskokemuksen alueelle eli ratkaisuihin, jotka koskettavat Bilotin asiakkaan asiakasta. Ratkaisujen tavoitteena on tyypillisesti tuoda Bilotin asiakkaalle uutta liiketoimintaa ja kilpailuetua digitaalisuuden avulla, minkä takia ne ovat usein strategisessa roolissa asiakkaille. Esimerkiksi B2B-verkkokaupparatkaisut ovat yksi yhtiön syömähampaita, ja tällä alueella

hankkeet ovat tyypillisesti IT-toimittajalle hyvin vaativia. Bilotin vahvuus tulee syvästä asiakkaan taustajärjestelmien tuntemuksesta, jolloin ratkaisut pystytään integroimaan vertikaalisesti asiakasrajapinnasta aina ydinjärjestelmiin (erp) asti.

Bilot jakaa ratkaisualueensa asiakaskokemukseen, dataan ja analytiikkaan sekä ketterään ohjelmistokehitykseen ja teknologiaan. Ratkaisuja asiakaskokemuksen alueella ovat verkkokaupat, asiakaspalvelu, asiakkuuden hallinta, markkinoinnin automaatio ja digitaaliset palvelut. Ratkaisujen kaupallinen ulottuvuus edellyttää vahvaa dataosaamista, mikä on ollut Bilotin vahvuuksia alusta asti. Ketterän ohjelmistokehityksen ja teknologian alueella yhtiön vahvuuksia on sen kyky integroida ratkaisut asiakkaan ydinprosesseihin ja -järjestelmiin sekä palvelumuotoilun, kokonaisarkkitehtuurin ja pilvipohjaisen ohjelmistokehityksen osaaminen. Bilot voi toimittaa asiakkaille yksittäisen ratkaisualan tai asiakkuudet voivat käynnistyä pienestä pistemäisestä toimituksesta. Kilpailukykyisimmillään Bilot on kuitenkin silloin, kun yhtiö toimittaa useita osaamisalueita sisältävän kokonaisratkaisun asiakkaalle.

Louhia-yrityskaupan myötä yhtiö panostaa vahvasti tekoälyosaamisen kasvattamiseen yhtenä tulevaisuuden alueena. Tekoälyn sijaan palveluissa voitaisiin puhua yhtiön datakyykykkyyksien kasvattamisesta seuraavalle tasolle. Yhtiön toimittamat tekoälyratkaisut liittyvät usein pistemäisten ongelmien ratkaisemiseen, mutta tulevaisuudessa tämän osaamisen nivominen osaksi Bilotin kokonaistarjoomaa voi tarjota yhtiölle olennaista kilpailuetua.

# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 2/3

Bilot palvelualueille on arviomme mukaan ominaista korkea alalle tulon kynnys sekä pitkät ja vakiintuneet asiakassuhteet. Tämä johtuu siitä, että yhtiö toimii asiakkaan kompleksien liiketoimintakriittisten ydinprosessien alueella, jolloin IT-toimittajan valinnassa luottamus on korostuneessa roolissa.

## Teknologiariippumaton lähestyminen

Teknologioiden näkökulmasta Bilotille ominaista on profiloituminen SAP-sateenvarjon alle kuuluviin yritysohjelmistoihin, mikä perustuu näkemyksemme mukaan pitkälti SAP:n merkittävään rooliin Bilotin asiakaskunnassa. Muita yhtiölle olennaisia teknologioita ovat Microsoft, Marketo, Magento, Neptune Software, Google, AWS, Salesforce ja Tableau. Yhtiö kuitenkin toimii teknologiariippumattomasti ja panostaa osaamiseen uusissa teknologioissa markkinanäkemyksen ja asiakastarpeen pohjalta. Valmisohjelmistojen ohella Bilot toimittaa myös avoimeen lähdekoodiin perustuvia räätälöityjä ratkaisuja asiakkaille osana kokonaistoimituksia. Yhtiö ei kuitenkaan lähtökohtaisesti kilpaile suoraan digipalveluiden kehittäjien (kuten Futurece) kanssa, vaan saattaa kumppanoitua toimituksissa.

## Suurissa asiakkaissa suuria kilpailijoita vastaan

Bilotin asiakaskunta IT-palvelumarkkinalla on suuryrityksiä, joista yhtiö kilpailee markkinan suurimpia IT-toimittajia vastaan. Asiakkaista noin puolet on yli miljardin euron liikevaihtoluokassa, joten yhtiöllä on sen pieneen kokoluokkaan nähden varsin vakuuttava asiakasportfolio. Arviomme mukaan Bilot on vahvimmillaan usean sadan miljoonan euron liikevaihtoluokassa toimivissa asiakkaissa, joilla on käytössä SAP:n

toiminnanohjausjärjestelmä. Näissä asiakkaissa Bilot pystyy haastamaan suuret generalistit vahvalla paikallisella läsnäololla, asiakaspalvelulla ja paremmalla omistautumisella asiakkaalle. Vastaavasti pienemmillä toimijoilla ei ole tällöin vastaavaa kyvykkyyttä asiakkaan taustajärjestelmien ymmärrykseen tai laajojen kokonaisratkaisujen toimitukseen. Bilot pyrkii saavuttamaan digitaalisen liiketoiminnan alueella strategisen kumppanin aseman, jolloin asiakkaan puolella ostajana on usein liiketoimintajohto tai toimitusjohtaja. Yhä useampi asiakas hakee strategiassaan digitaalisesta liiketoiminnasta kasvua ja erottumistekijää, minkä johdosta Bilotin osaamisalueet ovat nousemassa asiakkaiden strategisella agendalla korkeampaan rooliin.

Bilotilla on yli 100 asiakasta ja asiakasportfolio on suhteellisen keskittynyt kymmenen suurimman asiakkaan tuodessa 60 % liikevaihdosta. Yhtiön jaottelemat asiakastoimialat ovat tukkukauppa, valmistava teollisuus, kuluttajatuotteet, elintarviketeollisuus ja palvelualat.

## Itseohjautuva organisaatiomalli

Monien muiden IT-konsulttitalojen tavoin myös Bilot on lähtenyt soveltamaan organisaation itseohjautuvuuden oppeja. Yhtiö käynnisti siirtymän itseohjautuvuuteen vuonna 2016, jolloin perinteisistä esimiehistä luovuttiin ja henkilöstö jakautui noin 10 hengen tiimeihin, joita tukevat tietyt jaetut funktiot. Käsityksemme mukaan siirtymävaiheen jälkeen vuodesta 2017 alkaen yhtiön organisaatiomalli on saatu toimimaan tehokkaasti, mikä on heijastunut positiivisesti myös yhtiön taloudelliseen kehitykseen.

## Korkea osaajaprofiili

Bilot profiloituu IT-markkinan korkean osaamistason palvelualueille suhteellisen senioripainotteisella osaajakunnalla. Yhtiön melko nuoresta iästä (15 vuotta) huolimatta työntekijöiden keskimääräinen työsuhteen pituus on yli 5 vuotta ja yli 60 %:lla asiantuntijoista on yli 8 vuoden kokemus alalta.

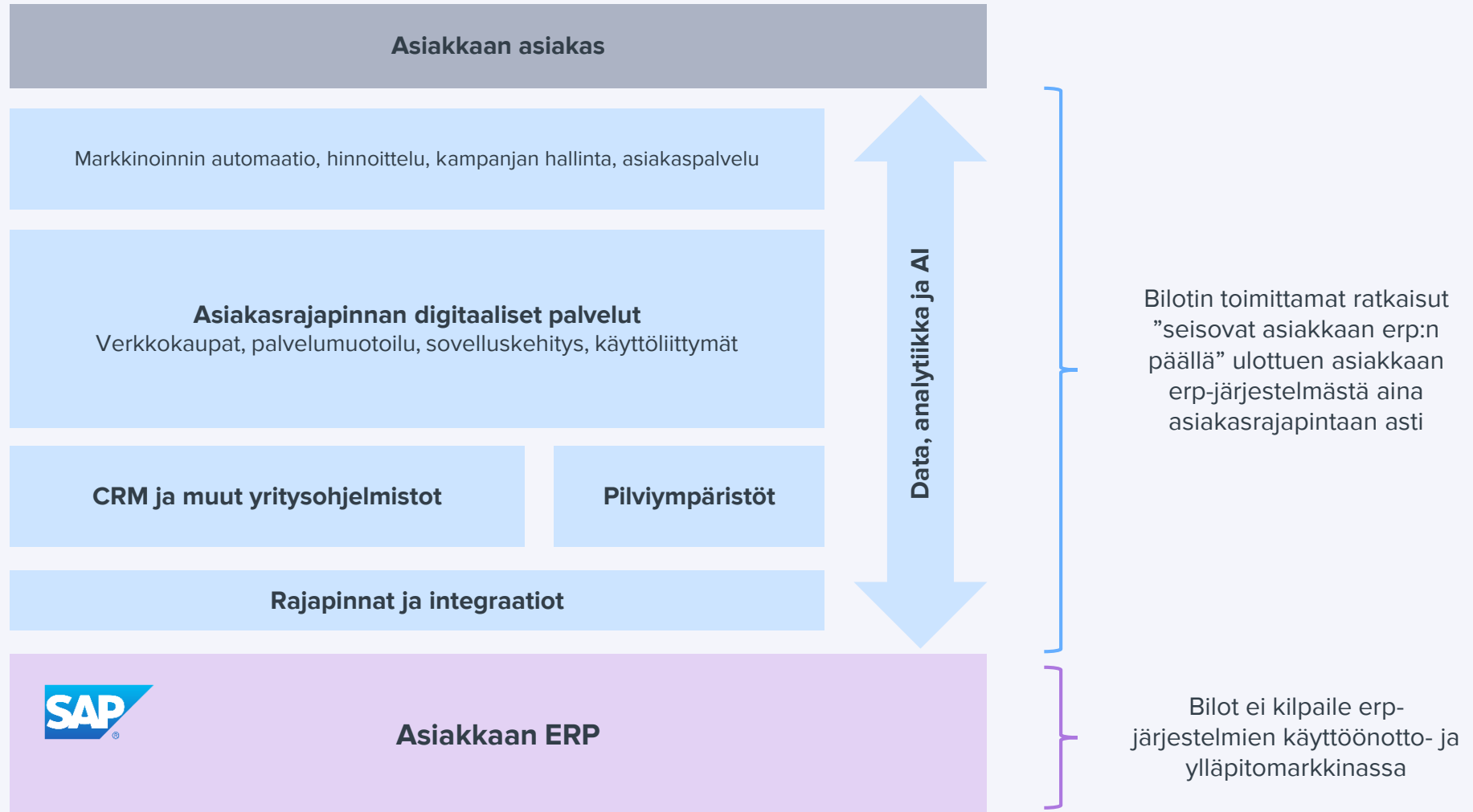
## Liiketoimintamalli

### Asiantuntijapalveluita tavanomaisilla toimitusmalleilla

Bilotin liiketoimintamalli perustuu asiantuntijamyyntiin erilaisilla toimitusmalleilla, jotka voivat perustua tuntilaskutukseen, kiinteähintaisiin projektitoimituksiin tai näiden välimuotoihin. Yhtiön toimittamat tyypilliset projektit ovat useiden satojen tuhansien eurojen arvoisia ja niitä seuraa tyypillisesti pienimuotoisempi jatkokehitys- ja ylläpitotyö. Bilot kantaa liiketoiminnassaan jonkin verran projektiriskejä, mutta hankkeiden suhteellisen pienen kokoluokan takia yksittäiset projektit eivät aiheuta kannattavuuden näkökulmasta olennaisia riskejä.

Bilotin toimittamia projekteja seuraa usein järjestelmien jatkokehitys ja ylläpitotyö, minkä takia asiakkuudet ovat luonteeltaan tyypillisesti hyvin jatkuvia. Nykyään asiakkaiden IT-kehitys on lisäksi jatkuvasti enemmän jatkuvaa kuin projektiluontoista. Arviomme mukaan noin 80 % liikevaihdosta on projektiliiketoimintaa ja 15 % ylläpito sekä 5 % ohjelmistolisenssien jälleenmyyntiä.

# Bilotin palvelualueet





# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 3/3

Bilotin osajien palkkamalli on käsityksemme mukaan kohtalaisen aggressiivisesti laskutuksesta riippuvainen, mikä tuo sijoittajanäkökulmasta kulurakenteeseen joustavuutta, mutta rajaa kannattavuuden nousupotentiaalia. Yhtiön johdon palkitseminen on sidottu taloudellisiin tavoitteisiin sekä asiakas- ja työntekijätyytyväisyyteen. Laskutukseen pohjautuvat palkkamallit ovat suhteellisen yleisiä IT-konsultialalla. Haastaviksi ne voivat osoittautua lähinnä yrityskauppatilanteissa, jos erilaisia palkkamalleja joudutaan yhdistämään.

## Bilotin rooli SAP-ekosysteemissä

Bilot mielletään näkemyksemme mukaan vahvasti SAP-taloksi Suomen IT-markkinalla, vaikka yhtiö ei toimita itse SAP-toiminnanohjausjärjestelmiä. Tämä on yhtiölle vahvuus ja heikkous. Kun asiakkaalla on käytössä SAP, on Bilot tunnettu ja arvostettu tekijä markkinalla ja siten todennäköinen toimija, jolta asiakas lähtee ensimmäisten joukossa kysymään tarjoutua. SAP-markkinaa Suomessa on vaikea absoluuttisesti määrittää, mutta Bilotin arvion mukaan suuryhtiöstä Suomessa noin 80 % käyttää SAP-ratkaisuja. Heikkoudeksi SAP-leimautuminen voi arviomme mukaan muodostua, kun asiakkaan tarve ei ole suoraan SAP-liitännäinen. Siten yhtiön nykyinen brändimielikuva voi vaikeuttaa Bilotin laajentumista uusille palvelualueille.

SAP:n ratkaisutarjonta kattaa lähes kaikki asiakkaan tarvitsemat IT:n osa-alueet. SAP on myös kasvattanut ratkaisutarjontaansa aktiivisesti

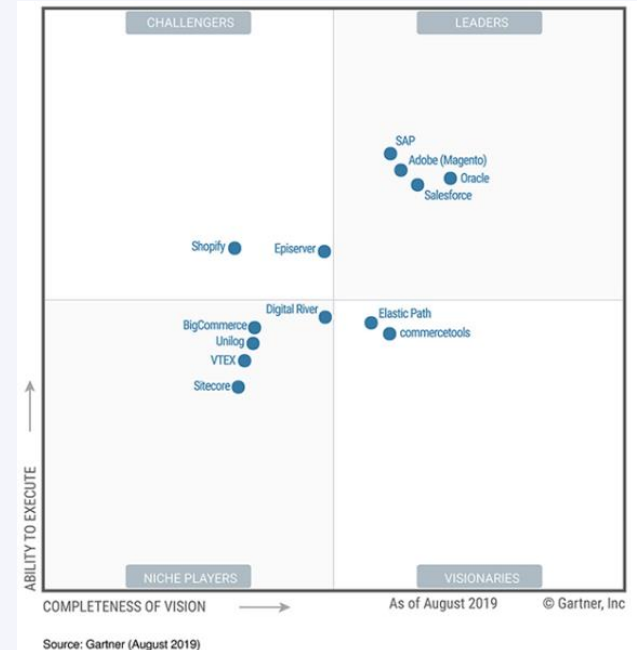
yritystostoin. Yhtiö on vuodesta 2016 lähtien toteuttanut 12 yritystosta, joista suurimmat ovat olleet Qualtrics ja Callidus Softwaren -kaupat vuonna 2018 (kauppahinnat 8,0 ja 2,4 miljardia dollaria). Bilotin näkökulmasta merkittävin kauppa oli hybrisin-yritystosto vuonna 2013, joka on Bilotin tärkeimmän palvelualueen pääteknologia.

Tutkimusyhtiö Gartnerin vertailuissa SAP:n ratkaisut jäävät useimmissa osa-alueissa jalkoihin Microsoft- ja Oracle -ohjelmistoperheiden ratkaisuihin verrattuna. Lisäksi palvelualueesta riippuen markkinalla on erikoistuneita toimijoita, joilla on hyvin kilpailukykyisiä ratkaisuja yksittäisille palvelualueille. Yksi Gartnerin palveluvertailuista, jossa SAP pärjää parhaiten on digitaalinen liiketoiminta (SAP-hybris), missä teknologia kilpailee rinta rinnan Adoben (Magento), Oraclen ja Salesforcen kanssa.

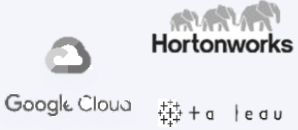
Digitaalinen liiketoiminta on samalla myös Bilotille keihäänkärki. Bilot on kertonut harkitsevansa Salesforce- ja Magento-osaamisensa vahvistamista, mikä parantaisi näkemyksemme mukaan yhtiön kilpailukykyä digitaalisen liiketoiminnan palvelualueella teknologianäkökulmasta.

SAP:in laajan ratkaisuväliköiman kilpailukyky on parhaimmillaan suurissa yhtiössä. SAP:in kilpailukyky heikkenee siirryttäessä keskisuuriin ja pieniin yhtiöihin yhtiöissä, joissa on löydettävissä markkinoilta kevyempiä ja eri niche-markkinoihin paremmin sopivia ratkaisuja.

## Gartnerin Magic Quadrant for Digital Commerce (Digitaalinen liiketoiminta)



## Kumppanit



Teknologiatoimittajat  
ja partnerit



Alihankkijat,  
resurssivuokraajat

## Toiminnot

Rekrytointi, HR



Myynti ja  
markkinointi



Toteutus  
kotimaa



Toteutus  
ulkomaat



## Palvelualueet

Asiakaskokemus



Data &  
analytiikka



Ohjelmisto-  
kehitys



## Liiketoimintaidea

**Bilot toimittaa digitaalisen  
liiketoiminnan liiketoimintaratkaisuja,  
jotka palvelevat asiakkaan asiakasta.**

# BILOT

- Asiakkaan strateginen digitaalisen liiketoiminnan kumppani
- Vahvuutena näkemyksemme mukaan syväosaaminen erityisesti SAP-ohjelmistoissa ja asiakaskokemuksessa
- Ratkaisut ulottuvat vertikaalisesti asiakkaan erp-järjestelmistä aina asiakasrajapintaan asti

## Tavoitteet

50 miljoonan liikevaihto vuoteen 2024 mennessä

10 %:n liikevoittomarginaali oikaistuna liikearvon poistoilla (EBITA) keskipitkällä aikavälillä

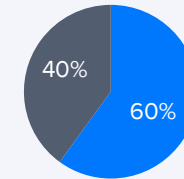
Osingonjakona vähintään 30 % tuloksesta

## Kilpailu



## Asiakkaita

Liikevaihdon jakauma 2019



- Suurimmat 10 asiakasta
- Muut asiakkaat



## Kustannusrakenne

140 hlö (2019)  
16,8 m€ (2019)



Henkilöstökulut  
(65 % kustannuksista)



Materiaalit ja palvelut  
(15 %)



Liiketoiminnan muut kulut  
(20 %)

## Tulovirrat

Liikevaihto 18,5 m€  
EBITA 1,7 m€ (2019)

Projekti vs. jatkuva liikevaihto\*



85 %



15 %



\* Inderes arvio

# Sijoitusprofiili

## Vakaalle perustalle rakennettu IT-konsulttitalo

Sijoittajanäkökulmasta Bilot näyttäytyy vakaalle perustalle rakennetulta IT-konsulttitalolta. Yhtiötä on kehitetty pitkäjänteisesti ja hallituin riskein. Mahdollinen listautuminen luo edellytykset muuttaa strategian painopistettä vahvemmin kasvuun, mitä yhtiön palvelualueiden vahva pitkän aikavälin kysyntänäkymä tukee.

Bilotin suuriin asiakkaisiin painottuva asiakasportfolio on IT-markkinan pienelle toimijalle vakuuttava kun huomioidaan, että kyseessä ovat asiakkaan näkökulmasta liiketoimintakriittiset järjestelmät, joilla on kasvavassa määrin myös strateginen rooli asiakkaille. Yhtiön palvelualueet ovat vaativia osaamisalueita, joissa alalle tulon kynnys on korkeampi kuin ohjelmistokehitys-palveluiden markkinalla. Tämä tuo yhtiön liiketoimintaan kilpailusuojaa ja jatkuvuutta, vaikka sopimuksellisesti yhtiön jatkuvan liikevaihdon osuus on arviomme mukaan pieni (~15 %). Arviomme mukaan yhtiön palvelualueet ovat myös kohtalaisen defensiivisiä, sillä asiakkaan ydinliiketoiminnan kasvua tukevat järjestelmät ovat leikkauslistalla todennäköisesti jonon häntäpäässä taantumaolosuhteissa.

## Bilot asemoituu kasvaville palvelualueille

Näkemyksemme mukaan IT-markkinan trendit ovat kääntymässä Bilotin digitaaliseen liiketoimintaan keskittyvän palveluportfolion näkökulmasta suosiollisiksi 2020-luvulle lähdeittäessä. Ensinnäkin, lähes kaikkien markkinatoimijoiden kommenttien perusteella taustajärjestelmä- ja integraatio-osaamisen merkitys on asiakaskunnassa korostumassa. Tämä on kyvykkyys, jossa Bilotilla on SAP:n osalta maan parhaimmistoa ja jota harvalla toimijalla markkinassa on. Toiseksi, kyky

toimittaa laajoja, useita eri osa-alueita ja niiden dataa yhteen punovia kokonaisratkaisuja on korostumassa, sillä irrallisten pistemäisten ratkaisujen arvontuotto jää usein asiakkaalle laihaksi. Bilotin palvelualueet ovat lisäksi nousemassa asiakkaiden strategisella agendalla korkeampaan rooliin.

Suomen IT-palvelumarkkinalla viimeisen reilun 5 vuoden aikana selkeimpiä voittajia ovat olleet ohjelmistokehityspalveluihin keskittyneet toimijat, jotka onnistuivat houkuttelemaan eniten osaajia vastaamaan kovaan kysyntään. Arviomme mukaan seuraavassa vaiheessa IT-toimittajan asiakasportfolion ja toimituskyvykkyuden rooli kilpailuetuina korostuvat.

## Bilot haastaa kilpailussa suuret toimijat

Suuret IT-generalistit pystyvät tarjoamaan lähtökohtaisesti samat palvelukokonaisuudet kuin Bilot ja niillä on tukenaan globaali toimituskyvykkyys. Tämä rajaa Bilotin pois kilpailusta etenkin globaaleista suurasiakkaista kilpailtaessa. Siirryttäessä globaaleista suuryrityksiä kohti useiden satojen miljoonien tai miljardin liikevaihtoluokassa olevaa asiakaskuntaa, ovat suuret generalistit kuitenkin usein asiakkaan näkökulmasta usein liian hitaita ja jäykkiä, eivätkä ne tarjoa vastaavaa palvelua ja omistautuneisuutta kuin pienemmät IT-toimittajat.

Bilotin pääkilpailijoita ovat suuret IT-generalistit, joita yhtiö haastaa vahvalla osaamisella, ketteryydellä ja kyvykkyydellä toimia asiakkaan strategisena kumppanina. Arviomme mukaan IT-markkinassa on oma taskunsa tämän kaltaiselle toimijalle, joka kattaa sen osan markkinaa, joka ei ole suurten toimijoiden näkökulmasta kiinnostava.

## Kasvua kannattavuudesta huolehtien

Bilot tavoittelee strategiassaan 50 MEUR:n liikevaihtoa vuoteen 2024 mennessä, mikä tarkoittaa yhtiön siirtävän strategian painopistettä vahvemmin kasvuun. Yhtiön tavoitteena on samalla ylläpitää hyvällä tasolla olevaa noin 10 %:n liikevoittomarginaalia oikaistuna liikearvon poistoilla (EBITA). Arviomme mukaan lähivuosien arvonluonti tulee perustumaan liikevaihdon kasvuun sekä kansainvälistymisen ja yrityskauppojen onnistumiseen. Palveluliiketoimintaan perustuva liiketoiminta ei tarjoa skaalautuvuutta, mutta vastapainona on kannattavuuden ja kassavirran vakaus.

Bilot on kokoluokaltaan vielä (noin 140 osaajaa) huomattavasti pörssin monia muita 400-500 osaajan kokoluokassa olevia IT-palveluyhtiöitä pienempi, mikä takia korkeiden kasvuprosenttien saavuttaminen ei edellytä vastaavia rekrytointivolyymeitä haastavassa rekrytointimarkkinassa. Viime vuosikymmenen perusteella sektorin yhtiöiden voimakkain arvonnousu on nähty yhtiöiden kasvussa 100 hengen kokoluokasta 500 henkeen.

## Riskit

Bilotin olennaisimmat riskit liittyvät yhtiön kasvustrategian onnistumiseen. Yhtiöllä on otanut kansainvälistymisen ja yrityskauppojen suhteen pieniä askeleita, mutta listautumisen jälkeen kasvua on selkeästi tarkoitus kiihdyttää. Muita mielestämme olennaisia riskitekijöitä ovat yhtiön riippuvuus SAP-ekosysteemin elinvoimaisuudesta, suurten toimijoiden kilpailupaine ja suurten asiakkaiden neuvotteluvoima yhtiötä kohtaan.

# Sijoitusprofiili

1.

**Bilotin palvelualueilla vahva asiakaspito ja korkea alalle tulon kynnyks**

2.

**Vahva asiakaskunta suuryrityssegmentissä**

3.

**IT-markkinan kysyntätrendit Bilotille suosiollisia**

4.

**Suurten IT-generalistien pieni ja ketterä haastaja**

5.

**Listautuminen luo edellytyksiä kiihdyttää kasvua yritystoin ja kansainvälistymällä**

## Potentiaali



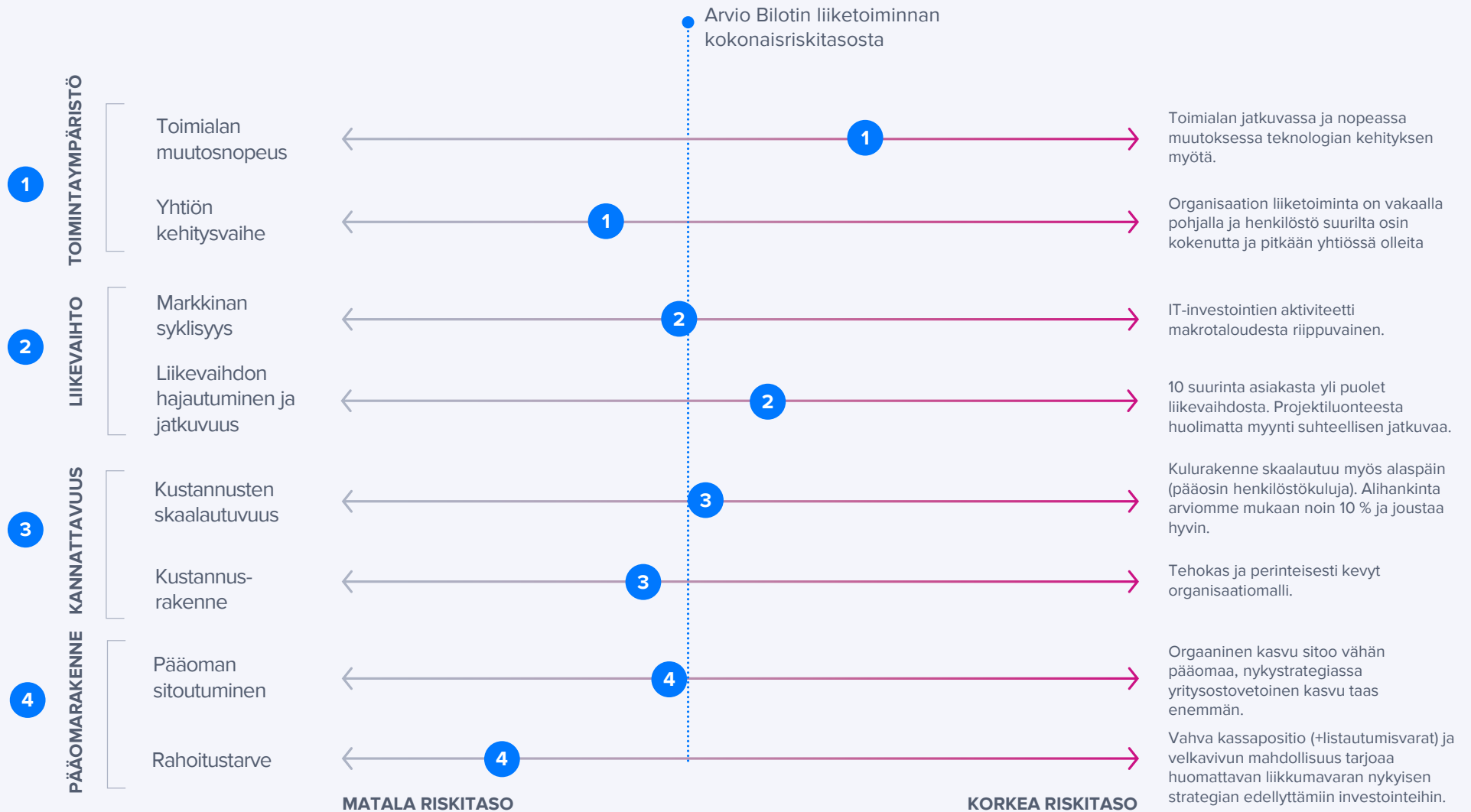
- Pieni kokoluokka tuo ketteryyttä ja potentiaalia kasvaa suuria toimijoita nopeammin
- Bilotin osaamisalueiden markkina kasvaa muuta IT-markkinaa nopeammin
- Yritysostot ja kansainvälistyminen

## Riskit



- Riippuvuus keskeisistä ekosysteemeistä kuten SAP
- Suurten asiakkaiden neuvotteluvoima
- Suurten kilpailijoiden kilpailupaine
- Kansainvälistymisen ja yritystojen onnistuminen

# Liiketoimintamallin riskiprofiili



# IT-palvelumarkkinat 1/5

## Markkinan määritelmä ja kasvu

### IT-markkinan määritelmä muutoksessa

Suomen IT-palvelumarkkinan koko on Gartnerin arvion mukaan noin 3,5 miljardia euroa. Markkina kasvoi viime vuonna 3,9 % (Gartner). Pohjoismaiden IT-palvelumarkkinan koko on noin 14 miljardia euroa (IDC).

IT-palvelumarkkinan perinteiseen määritelmään kuuluvia osa-alueita ovat esimerkiksi IT-konsultointi, ohjelmistokehityspalvelut, integrointi ja käyttöönottopalvelut, ulkoistuspalvelut, ohjelmistojen ylläpito- ja tuki sekä IT-infrastruktuuripalvelut. IT-palvelumarkkinan ja sen euromääräisen koon määritelmä on kuitenkin hämärtymässä, kun IT:n rooli on nousemassa digitalisaation myötä konehuoneesta liiketoiminnan ytimeen eri toimialoilla. Siten IT-palveluyhtiöiden toimintakenttä risteää yhä vahvemmin uusien rinnakkaismarkkinoiden kanssa, joita ei ole perinteisesti katsottu kuuluvan IT-markkinoihin (sivu 19). Näitä ovat esimerkiksi strategiakonsultointi, design ja palvelumuotoilu.

### Markkinalla hyvät kasvunäkymät

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

Suomen IT-markkinan kasvuennuste vuosille 2020 ja 2021 on noin 4 % (Gartner). Näemme

markkinan kasvavan selvästi yleistä taloutta nopeammin, joskin makrotalouden tilanne voi vaikuttaa herkästi IT-investointien aktiviteettiin palvelualueesta riippuen. Etenkin kokeiluluontoisempia uusien digipalveluiden kehitysinvestointeja saatetaan jarruttaa nopeasti epävarmuuden kasvaessa. Liiketoimintakriittisissä sovelluksissa taantumakestävyys on vahvempaa.

Suomen IT-palvelumarkkinassa nähtiin usean heikon vuoden jälkeen vuoden 2016 aikana tuntuva piristyminen. Suotuisa markkina on tarjonnut monille sektorin toimijoille voimakkaan kasvun ja erinomaisen kannattavuuden (sivu 23). Taustalla on ollut Suomen talouden piristyminen sekä asiakasorganisaatioiden herääminen digitalisaatioon. IT-yhtiöiden asiakkaat ovat nyt siirtymässä kiihtyvällä tahdilla puheista tekoihin, kun organisaatioissa on alettu ymmärtää mitä digitalisaatio tarkoittaa omalle liiketoiminnalle ja mitä investointeja se edellyttää. Teknologian aiheuttama toimintaympäristöjen muutos on myös tuonut kiireen tunnetta antamaan vauhtia investoinneille. Tämä on markkinan kasvua ajava trendi, joka todennäköisesti jatkuu vahvana teknologian nopean kehityksen myötä.

Bilotin kasvu 2010-luvulla mukailee yleisen markkinan kasvua. Vastaavasti näkemyksemme markkinatilanteen muutoksesta Bilotin osaamisalueiden kannalta suotuisammaksi näkyy yhtiön viime vuosien piristyneissä kasvuluvuissa.

### IT:n muuttuva luonne jakaa markkinaa

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

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

Digitalisaatiomurroksen myötä IT:n ostaminen on kuitenkin muuttunut, mikä on edellyttänyt IT-yhtiöiltä kykyä sopeuttaa tarjontaa. Markkinalla on ollut käynnissä voimistuva siirtymä kohti IT-investointeja, joilla luodaan uutta liiketoimintaa ja erottumistekijöitä, kun kustannustehokkuuden tavoittelu ei enää riitä kilpailussa. IT:n ostaja on tällöin usein liiketoiminta tai tuotekehitys eikä tietohallinto ja tukitoiminnot. Kysytyt osaamisalueet liittyvät kasvavassa määrin uusiin digitaalisiin palveluihin ja vähemmän tukijärjestelmiin. IT:stä on tullut myös strateginen ylimmän johdon asia, mikä muuttanut ostamisen luonnetta verrattuna perinteiseen tietohallintoa palvelemaan maailmaan.

Markkinan murros on tuonut kasvuloikan monille uudelle aikakaudelle syntyneille toimijoille (kuten Futurice, Solita, Reaktor, Bitfactor, Gofore ja Vincit), jotka ovat profiloituneet tarjoomaltaan uusien digipalveluiden kehittäjiksi. Samalla perinteiset toimijat ovat olleet hitaita mukauttamaan tarjontaansa ja kulttuuriaan vastaamaan paremmin markkinan muuttuvaa ostokäyttäytymistä ja palvelualueiden kysyntää. Käytännössä kaikki toimijat ovat reagoineet muutokseen hankkimalla uusia osaamisalueita usein reaktiivisesti yritysostoin, mikä on kiihdyttänyt markkinan konsolidaatiota.

# IT-palvelumarkkinat 2/5

IT-palvelumarkkinan muutosta 2010-luvulla on havainnollistettu yksinkertaistettuna jakamalla markkina kasvaviin uusiin digitaalisiin palveluihin sekä perinteiseen tietojärjestelmäkehitykseen. Markkinan voidaan arvioida viisi vuotta sitten jakautuneen noin 20/80 % jaolla uusien digitaalisten palveluiden ja perinteisemmän tietojärjestelmäkehityksen välille. Useamman käsityksen mukaan suhdeluku muuttuu ja vastaava jako kääntyy lähivuosina 50/50 % tasolle (sivu 20). Tämä on kuvastanut markkinan historiallista kehitystä, jossa digipalvelut ovat olleet usein yksittäisiä irrallisia pisteratkaisuja. Markkinan kahtiajakaminen muuttuu tulevaisuudessa epärelevantiksi, sillä uusia digitaalisia palveluita ei voida käsitellä liiketoiminnan ydinjärjestelmistä erillisenä. Siten selkeänä trendinä markkinalla onkin nyt nähtävissä näiden kahden maailman nivoutuminen yhteen. Organisaatioiden vakiintuneet tietojärjestelmät on modernisoitava toimimaan alustoina uusille digipalveluille. IT-investoinnit kohdistuvat uusiin toiminnallisuuksiin, joita rakennetaan rajapintaratkaisuilla olemassa olevien järjestelmien päälle.

Ketteriä ohjelmistokehittäjiä suosineen 2010-luvun markkinan kahtiajakautumisen ohella toinen syy monien pienten toimijoiden menestykselle on ollut mielestämme niiden organisaatio- ja johtamismallien innovaatio. Näitä toimijoita yhdistää tyypillisesti itseohjautuviin tiimeihin perustuva kevyt organisaatiomalli, mikä on tuonut niille tehokkuutta, muutosnopeutta ja ketteryyttä sekä kilpailuetua osaajakilpailussa.

Alkaneen vuosikymmenen aikana markkinan muutosnopeus kiihtyy entisestään ja teknologian

kompleksisuuden sekä nopean kehityksen takia markkinamuutosten ennustamisesta tulee yhtiöille entistä vaikeampaa. Siten mielestämme sektorin yhtiöiden reagointi- ja muutoskyky kilpailuetuna korostuu.

## Markkinan kehityssuunta

Olemme jakaneet IT-palvelumarkkinan kolmeen eri osioon (sivu 19) seuraavasti:

- 1. Uusien digitaalisten palveluiden markkina,** joka käsittää uusien digitaalisten palveluiden kehityksen (räätälöity ohjelmistokehitys). Tämä on ollut markkinan voimakkaimmin kasvava (arvioimme >15 %) osa-alue, joka on käytännössä syntynyt vasta viimeisen reilun 5 vuoden aikana. Nimekkäitä toimijoita markkinalla ovat muun muassa Reaktor, Futurice, Nitor, Bitfactor ja Vincit. Suuret IT-generalistit ovat lähteneet panostamaan tälle alueelle myöhässä. Tälle markkinalle ominaista on matala alalle tulon kynnyks.
- 2. IT-taustajärjestelmien ja yritysohjelmistojen markkina,** joka käsittää laajasti ERP:n ja siihen liitännäiset järjestelmät kattaen pääasiassa valmisohjelmistojen toimituksen, räätälöinnin, integraation ja ylläpidon. Tällä markkinalla Suomessa tunnettuja toimijoita ovat esimerkiksi Innofactor, Bilot, Solteq, Digia, Sofigate, eCraft sekä IT-generalistit (kuten TietoEVRY ja CGI). Tällä alueella markkinan kasvu on hitaampaa ja ominaista on korkea alalle tulon kynnyks.
- 3. IT-alustojen markkina,** joka kattaa pääasiassa infrastruktuuripalvelut (paikallinen, hybridi ja pilvi) sekä ICT-ulkoistuksen. Tämä markkina on

ollut lähinnä generalistien (kuten TietoEvry, Fujitsu) vahvuus ja alalle tulon kynnyks on ollut korkea, koska markkina on edellyttänyt skaalaetuja ja investointeja. Pilvimurroksen myötä markkinalla on kuitenkin käynnissä voimakas uusjako, mikä on synnyttänyt uusia nopeasti kasvavia toimijoita (kuten Nordcloud) ja apajilla ovat myös monet keskisuuret IT-konsultit (kuten Gofore, Siili ja Enfo). Tällä markkinalla on nopeasti hiipuvia (paikallinen infra) ja rajusti kasvavia alueita (pilvialustat).

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

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

Selkein uusi suuntaus sektorin toimijoilla on elinkaariajattelu, sillä monet uudet toimijat pyrkivät nyt rakentamaan myös kyvykkyyden tarjota laajempia useita eri alueita yhteen nivovia kokonaisratkaisuja sekä ohjelmistoylläpitoa.

# IT-palvelumarkkinat 3/5

Näemmekin Suomen IT-palvelumarkkinan kehittyvän nyt yhä voimakkaammin suuntaan, jossa perinteisten ja uusien toimijoiden tiet ovat risteämässä ja raja ”uuden” ja ”perinteisen” IT:n välillä hämärtyy. Taustalla on molempien toimijoiden pyrkimys rakentaa laajempien kokonaisratkaisujen toimituskyvykkyys läpi asiakkaan elinkaaren. Asiakasorganisaatiot siirtyvät uusien digipalveluiden kokeilusta ja suunnittelusta vaiheeseen, jossa uudet ratkaisut ja niihin liittyvä data pitää integroida laajamittaisesti koko yrityksen prosesseihin sekä järjestelmiin. Teknisesti hyvä ratkaisu ei riitä, vaan ratkaisulla pitää pystyä tuottamaan asiakkaalle liiketoiminnallista arvoa. Taustajärjestelmissä asiakkailla on samalla kasvava tarve modernisoida järjestelmiä, koska vanha toiminnanohjausjärjestelmä saattaa toimia jarruna digitalisaatoratkaisujen kehitykselle. Näkemyksemme mukaan tämä trendi on selkeä vahvuus Bilotille.

## Osaajien saatavuus rajoittaa markkinan kasvua

IT-markkinan suotuisasta kysyntätilanteesta johtuen markkinan kilpailu on kääntynyt yhä voimakkaammin asiakkaista osaajiin erityisesti ohjelmistokehityksessä. Sektorin yhtiöiden kanssa käymiemme keskustelujen perusteella monien kasvua olennaisesti rajoittaa osaajien saatavuus. Kesän 2019 rekrytointitiedan perustella listattujen suomalaisten IT-palveluyhtiöiden seuraavan 12 kuukauden orgaaninen kasvu on jäämässä alle 10 %:iin, sillä nykyinen rekrytointitahti ei riitä tätä kovempaan kasvuun.

Raju osaajakilpailu on viimeisen 5 vuoden aikana korostanut kulttuuria ja rekrytointiosaamista

yritysten kilpailutekijänä. Voittajia tässä trendissä ovat viime vuosina olleet selkeästi pienet ja ketterät toimijat, jotka usein erottuvat kulttuurilla ja organisaatiomallilla (esimerkiksi Vincer, Reaktor, Futurice, Solita ja Gofore). Monet toimijat ovat laajentaneet toimintaansa myös uusiin kaupunkeihin päästäkseen kiinni uusiin rekrytointimarkkinoihin. Lisäksi IT-yhtiöiden asiakkaat ovat myös havainneet, että digitalisaatio on jatkuva prosessi, jota ei voi hankkia vain projektina IT-toimittajalta. Tämän takia myös teollisuus on aktivoitunut kilpailemaan yhä enemmän samoista osaajista, mikä on kiristänyt osaajakilpailua.

IT-palvelumarkkinan osaajatarjonta oli 2010-luvulla verrattain hyvää, kun suuret generalistit (kuten TietoEvry ja CGI) vähensivät väkeään ja Nokia-arvoketjun romahdus toi uusia osaajia markkinalle. Nyt monien sektorin toimijoiden kasvua ruokkinut hyvä osaajatarjonta on normalisoitumassa. Uusia osaajia valmistuu kouluista rajallinen määrä, mikä taas ei riitä tyydyttämään yhtiöiden kasvutavoitteita. Toimialan nopean rakennemuutoksen takia IT-osaajien tarjonta osaamisalueiden puolesta ei myöskään ole vastannut markkinan kysynnän tarpeisiin ja markkina kärsii kohtaanto-ongelmasta. Tarve teknologiakeskeisestä osaajasta on siirtynyt osaajiin ja IT-yrityksiin, jotka osaavat yhdistää teknologian lisäksi luovuuden ja liiketoimintaymmärryksen. Tämä on IT-palveluyrityksille vaikea kyvykkyys rakentaa niiden kulttuurista johtuen. Samaan aikaan monet suuret IT-palveluyhtiöt ovat nähneet irtisanomiset tehokkaampana keinona verrattuna henkilöstön uudelleen kouluttamiseen, mikä on vaurioittanut

niiden työnantajakuvaa ja kulttuuria.

Arviomme mukaan IT-markkinalla siirrytään seuraavaksi ylikorostuneen osaajakilpailun jälkeen vaiheeseen, jossa kilpailullinen fokus ja kilpailuedun lähteet siirtyvät rekrytointikoneiston tehokkuudesta siihen, kenellä on vahvimmat asiakassuhteet ja asiakkaiden tarpeita vastaava palveluportfolio. Osaajakilpailusta on tullut markkinan uusi normaali ja hyvä työnantajakuva on nykyään enemmänkin pääsylippu peliin.

## Kustannusinflaatio ja hinnoitteluympäristö

Kirstyntyneen osaajakilpailun aiheuttaman kasvurasitteen lisäksi IT-sektorin kustannusinflaatio on nostanut päätään, vaikka palkka toimii osaajakilpailussa toissijaisena kilpailutekijänä. Eri yhtiöiden kanssa käymiemme keskusteluiden perusteella palkkainflaatio oli vuonna 2018 vajaan 5 %:n tasolla. Hyvästä kysyntätilanteesta huolimatta markkinalla on hintakilpailua johtuen monien kasvutavoitteista. Lisäksi suuret asiakasorganisaatiot ovat vaativia ostajia, mikä pitää hintatasoa kurissa. Yhtiöiden kommenttien perusteella kiihtynyttä kustannusinflaatiota ei ole saatu vietyä täysin eteenpäin hintoihin, koska monilla pitkäaikaiset puitesopimukset vaikeuttavat tätä. Tämä on hieman rasittanut sektorin kannattavuuksia. Yleisesti sektorin hinnoittelu ympäristö on terveellä tasolla ja rajua hintapainetta ei markkinalla ole aistittavissa. Useat sektorin toimijat ovat kertoneet etsivänsä arvontuottoon pohjautuvia hinnoittelumalleja, mutta käsityksemme mukaan asiakkaiden halu siirtyä tällaisiin hinnoittelumalleihin on heikkoa.



# IT-palvelumarkkinat 4/5

## Markkinan trendit

### Trendit organisaatioiden IT-ostamisessa

Digitalisaatiomurros ajaa näkemyksemme mukaan asiakkaiden ostokäyttäytymistä seuraaviin trendeihin:

- Suuria, monivuotisia korkean riskin erp-projekteja (SAP, Oracle, IBM) ei enää tehdä ja tämän markkinan luonne muuttuu. Vakiintuneet toiminnanohjausjärjestelmät jäävät ylläpitotilaan olemassa olevien IT-toimittajien hoitoon ja niitä viedään pilveen. Toiminnanohjausjärjestelmien modernisointiin investoidaan, jotta ne eivät olisi pullonkaulana digitalisaatiohankkeille. 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 hidasliikkeiset projektiorganisaatiot. Hyötyjiä ovat toimijat, joilla on osaamista ketterään ohjelmistotuotantoon, kyky hallita useiden eri toimittajien palveluita sekä kyvykkyydet jatkuvien palveluiden tuottamiseen.
  - IT-investoinnit siirtyvät asiakkaan tukiprosesseja tehostavista investoinneista kohti liiketoiminnan ydinprosesseja tai itse lopputuotetta parantaviin investointeihin. Hyötyjiä ovat uusien digitaalisten palveluiden kehittäjät, joilla on teknistä osaamista, taustajärjestelmien osaamista sekä liiketoimintaymmärrystä. Häviäjiä ovat liiketoiminnan tukiprosesseja perinteisesti
- palvelleet toimijat.
- IT-budjettien omistus asiakkailta hämärtyy ja siirtyy CIO-roolista liiketoimintajohtajien ja markkinoinnin rooliin. IT:n ostajana on tietohallinnon ohella yhä useammin liiketoimintajohto, markkinointi tai tuotekehitys. Voittajia ovat kokonaisuuksia hallitsevat toimijat, jotka osaavat puhutella myös asiakkaan toimialaa, liiketoimintajohtoa ja markkinointia. Häviäjiä ovat pääpainolla tietohallintoa palvelevat talot.
  - IT-markkinalla tehdään edelleen vähiten sitä, mistä puhutaan eniten. Näkyvimpiin hypetermeihin liittyvien palveluiden (AI, VR, AR, IoT, NLP jne.) volyymi on vielä pientä sektorin tasolla. Näistä kuitenkin muodostunee seuraavan 5 vuoden tähtäimellä merkittäviä palvelualueita.
  - Käyttäjäkeskeisyyden ja asiakaskokemuksen nousu jatkuu. Nousevia alueita ovat esimerkiksi digitaalinen palvelumuotoilu, design ja asiakaskokemus. Osaaminen näillä alueilla nousee tärkeämmäksi kilpailutekijäksi IT-toimittajaa valitessa. Monet toimijat ovat paikanneet tätä aluetta yrityskaupoin. Hyötyjiä ovat olleet pienet luovat, design-keskeiset toimijat.
  - Pilvimurros jakaa markkinoita uusiksi. Asiakkaiden IT-toimintoja viedään pilveen kiihtyvällä vauhdilla pilven hyötyjen takia. Hyötyjiä ovat ne, joilla on vahvaa omaa osaamista pilviteknologioissa. Merkittäviä häviäjiä ovat perinteisen paikallisen IT-infrastruktuurin toimittajat.
- Perinteinen ohjelmistolisenssien jälleenmyynti siirtyy pilveen ja ohjelmistotalot pyrkivät saamaan haltuunsa suurempaa osaa arvoketjusta SaaS-malleihin siirryttäessä. Ohjelmistojen jälleenmyyjien komissiot ovatkin kutistuneet viime vuosina, mikä rasittaa lisenssien jälleenmyynnistä riippuvaisia taloja. Hyötyjiä ovat asiakkaat.
  - Data ja analytiikka on nousemassa jälleen yhdeksi markkinan kuumimmista trendeistä. Datasta on tulossa yhä useammalla toimialalla strateginen kilpailutekijä ja edellytys tulevaisuuden tekoälyratkaisuille. Voittajia ovat IT-yhtiöt, joilla on yhdistettynä analytiikan, koneoppimisen ja liiketoiminnan ymmärrystä.
  - Halvimpien offshore-resurssien merkitys kilpailutekijänä heikentyy edelleen, sillä uusia digitaalisia palveluita on vaikea toteuttaa luotettavasti, riittävän nopeasti ja kustannustehokkaasti toisella mantereella sijaitsevilla offshore-resurssilla. Ohjelmistorobotiikka heikentää edulliseen työvoimaan pohjautuvaa kilpailuetua entisestään. Nämä trendit palauttavat IT-osaamisen kustannuskilpailuetua Aasiasta Eurooppaan. Häviäjiä ovat toimijat, joiden kilpailuetu on perustunut puhtaasti offshore-kustannustehokkuuteen. Hyötyjiä ovat toimijat, jotka pystyvät yhdistämään paikallisen läsnäolon lähellä asiakasta sekä saavuttamaan riittävän kustannustehokkuuden hyödyntämällä nearshore- ja/tai offshore-resurssia oikeassa suhteessa. Lisäksi voittajia ovat ohjelmistorobotiikan osaajat.

# IT-palvelumarkkinat 5/5

## Yrityskaupat ja konsolidaatio

IT-palvelusektorin konsolidaatio on aktiivista. Yrityskauppoja käytetään kasvun työkaluna osaajapulan rasittaessa kasvua. Sektorille ominaista on ollut strategisten osaamisalueiden puutteiden paikkaaminen hankkimalla täydentäviä osaamisia yrityskaupoilla.

Sektorin konsolidaatio jatkuu aktiivisena, mutta omistaja-arvon luonti yrityskaupoilla on arviomme mukaan käymässä haastavaksi johtuen kohonneista arvostuksista. Listattujen IT-palvelusektorin yhtiöiden keskimääräiset markkina-arvot suhteessa liikevaihtoon (EV/Liikevaihto) ovat esimerkiksi kaksinkertaistuneet 5 vuodessa. Kohonnut hinnoittelu on myös valunut listaamattomien puolelle ja viimeisimmissä kaupoissa liikevaihtopohjaiset arvostuskertoimet ovat olleet selkeästi 1x tason yläpuolella (sivu 37).

Lähelle listayhtiöiden tasoa kohonneet arvostukset heikentävät ostajien edellytyksiä tehdä omistaja-arvoa luovia yrityskauppoja. Siten viisi vuotta sitten erittäin tehokas resepti, jossa listaamattomia ostettiin omaa osaketta käyttäen alemmilla kertoimilla ei enää toimi vastaavasti. Nykyinen hinnoittelutaso ei välttämättä huomioi myöskään korkeita integraation onnistumiseen liittyviä riskejä. Useiden sektorin yritysten kanssa käymiemme keskustelujen perusteella ostokohteiden hintaodotukset rajoittavat yrityskauppoja. Arviomme mukaan viisaat toimijat tarkastelevat yrityskauppakohteita kurinalaisesti ja tinkivät tarvittaessa kasvutavoitteistaan.

Myös ulkomaiset toimijat tähyävät ostettavaa Suomesta, mikä lisää konsolidaatiopainetta.

Ulkomaisten sijoittajien näkökulmasta Suomesta kiinnostavan tekee poikkeuksellisen vahva keski suurten digipalveluiden kehittäjien markkina.

## Kansainvälistyminen ja tuoteliiketoiminta

Lukuisat keski suuret suomalaiset IT-palveluyhtiöt (kuten Nixu, Futurice, Gofore, Siili, Reaktor ja Vincer) ovat laajentaneet toimintaansa Euroopan ja Yhdysvaltojen markkinoille, sillä suomalainen osaaminen on tietyillä osaamisalueilla kansainvälisesti kilpailukykyistä. Uusilta markkinoilta haetaan kotimarkkinaa vauhdikkaampaa kasvua sekä nopeaa havainnointia kansainvälisiin teknologian trendeihin. Suomalaisten toimijoiden menestys kansainvälistymisessä on ollut vaihtelevaa ja yleisesti sektorin keski suurten yhtiöiden kansainvälinen liiketoiminta on vielä pientä. Yhtiöt tarvitsevat usein selkeän terävän osaamiskulman menestyäkseen kansainvälisillä markkinoilla, mikä usein poikkeaa niiden kotimarkkinan tarjoomasta ja strategiasta.

Muutamien toimijoiden suunta on ollut myös tuoteliiketoiminta (esimerkiksi Solteq ja Vincer). Tuoteliiketoimintaan laajentumisessa haasteena yhtiöillä on strateginen fokus tasapainoiltaessa kahden hyvin erilaisen liiketoimintamallin välillä.

## Markkinan tulevat voittajat

IT-markkinan selkeimpiä voittajia viimeisen 5 vuoden aikana ovat olleet uusien digipalveluiden kehitykseen erikoistuneet yhtiöt, jotka ovat menestyneet etenkin osaajakilpailussa. Nyt digipalveluiden markkina on saavuttanut kypsemmän vaiheen ja osaajakilpailusta on tullut markkinan uusi normaali. Siten näkemyksemme

mukaan sektorin menestystekijät muuttuvat ja voittajia seuraavan 5 vuoden aikana ovat:

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

# IT-palvelumarkkinan jakautuminen

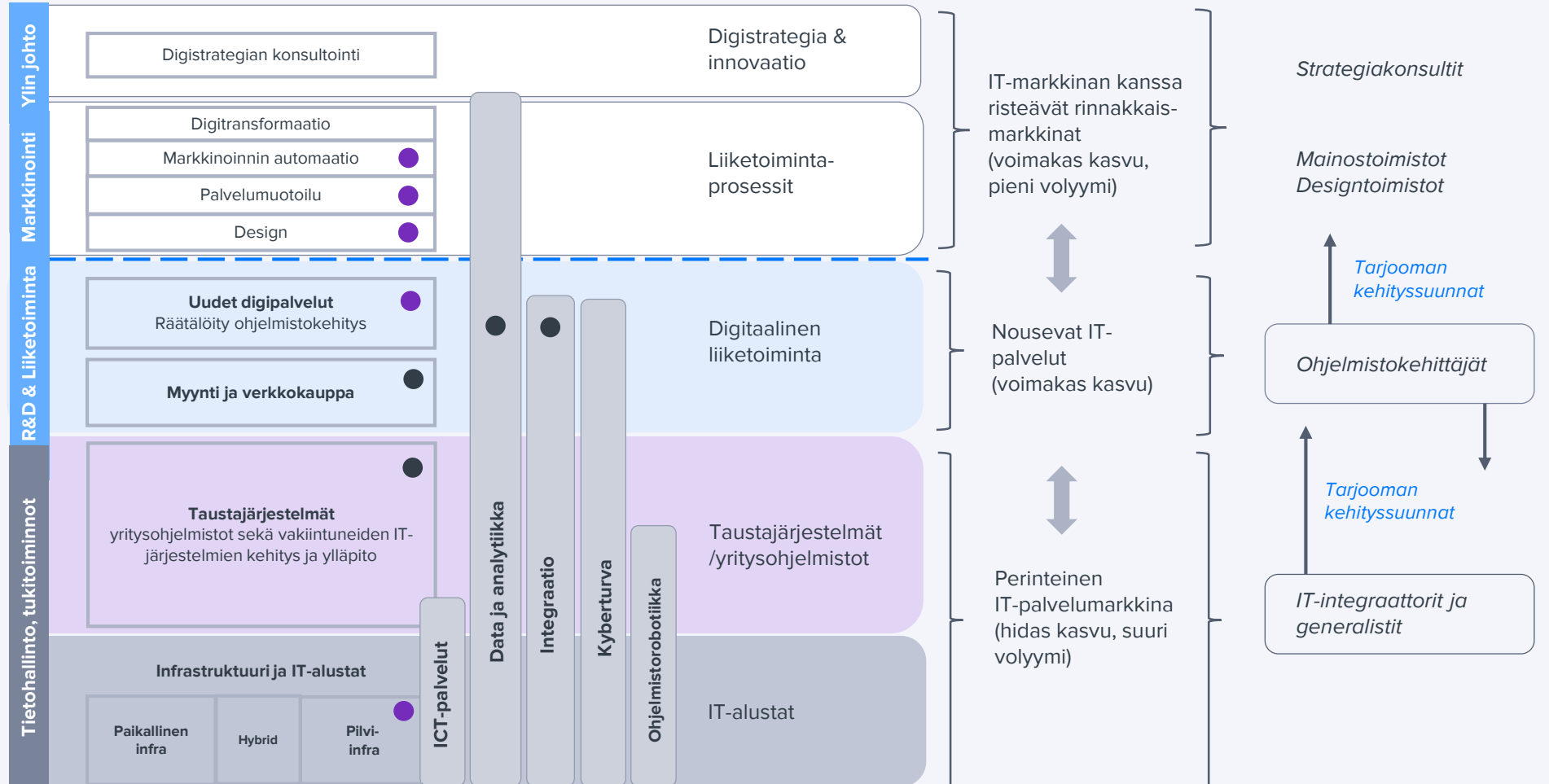
Ostaja

Palvelualueet

Rooli asiakkaan liiketoiminnassa

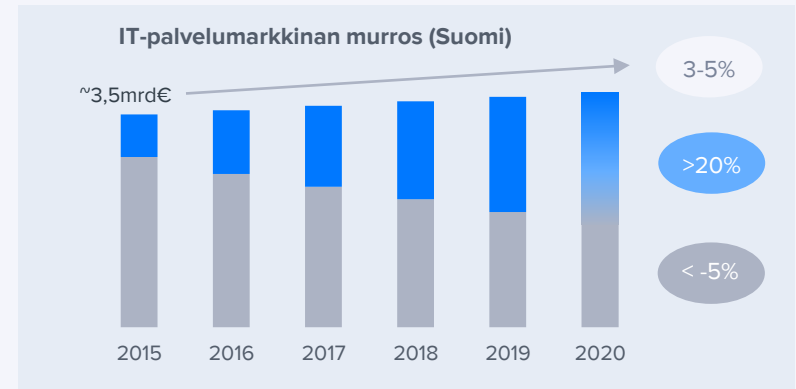
Markkina

Kilpailu



# Markkinat ja arvoketju

IT-yhtiöiden asemoituminen pääasiallisen kohderyhmän ja palvelualueiden mukaan Suomen markkinalla



Paikallinen kilpailu

Pohjoismainen kilpailu

Globaali kilpailu

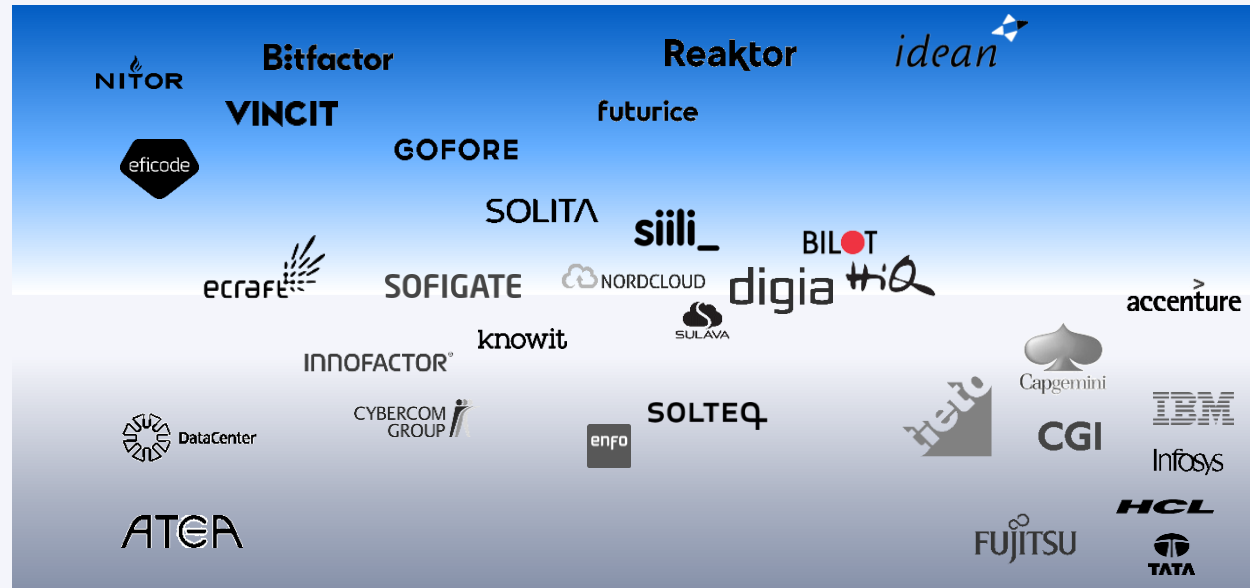
Keskisuuret organisaatiot

Suuret organisaatiot

Globaalit suuryritykset

■ Uudet digitaaliset palvelut

■ Ylläpito & perinteinen IT-järjestelmäkehitys



Vahva kasvu, lyhyt tilauskanta

Hitaampi kasvu, vahva asiakaspito

# Kilpailu 1/2

## Kilpailu ja vertailuryhmä

### Kilpailijoina IT-generalistit ja erikoistuneet toimijat

Suomen noin 4 miljardin euron IT-palvelumarkkina jakautuu suurten kansainvälisten generalistien (mm. TietoEvry, CGI, Fujitsu, Accenture, IBM, CapGemini), reilun 20 Bilotin kaltaisen keskisuuren 20-100 MEUR liikevaihtoluokassa olevan toimijan sekä lukuisten pienten toimijoiden kesken. Generalistit edustavat arviomme mukaan markkinasta yli 2 miljardin osuutta, keskisuuret toimijat yli miljardin osuutta ja pienemmät alle 100 henkilön yritykset loppuhäntää markkinasta. Suomen markkinalle kansainvälisesti vertailtaessa ominaista on vahva keskisuurten toimijoiden markkina.

Bilotin kilpailijoita ovat lähtökohtaisesti suuret, kansainväliset IT-generalistit. Yksittäisillä palvelualueilla yhtiö kohtaa pieniä erikoistuneita kilpailijoita. Generalisteista lähimpiä kilpailijoita ovat TietoEvry, CGI ja Accenture. Bilot kilpailee harvoin suoraan pienten ohjelmistokehitystalojen kanssa (kuten Vincit), vaan yhtiö tekee näiden kanssa enemmänkin yhteistyötä. Arviomme mukaan Bilot on kilpailussa vahvimmillaan, kun asiakkaan järjestelmät ovat vahvasti SAP-ohjelmistoperheeseen kuuluvia.

### Suurten toimijoiden erottautumistekijät

Suurten IT-generalistien vahvuutena kilpailussa on mittavat resurssit, joita tukee usein offshore-tuotanto ja sen kustannustehokkuus. Lisäksi niillä on usein pieniä toimijoita syvempää asiakas- ja toimialaymmärrystä. Ne ovat usein

keskeisimmässä asiakkuuksissaan vahvasti etabloituneita ja keskittyneet palvelemaan vain suurimpia asiakasorganisaatioita. IT-generalistit ovat tyypillisesti kehittäneet asiakkaidensa IT-järjestelmiä yli vuosikymmenen ajan ja asiakkaiden IT-budjeteista merkittävä osa kuluu 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. IT-generalistien asema suurissa organisaatioissa on siten melko sementoitu. Lisäksi järjestelmätoimitukset ovat usein haastavia ja korkean riskin hankkeita, mikä lisää alalle tulon kynnystä IT-markkinan keskisuurille haastajille.

IT-toimittajan pieni koko voi olla kilpailuhaitta, kun asiakas suosii suurempaa toimijaa sen toimituskyvykkyyden ja luotettavuuden takia. Asiakaskoon kasvaessa kilpailusta tulee kansainvälisempää, asiakkaat ovat vaativampia ostajia, toteutettavien hankkeiden projektiriskit kasvavat ja kilpailussa on vastassa suurempia toimijoita.

### Pienten toimijoiden erottautumistekijät

Bilotin kokoluokassa olevat sektorin pienet ja keskisuuret yhtiöt tarvitsevat jonkin terävän osaamiskärjen ollakseen kilpailukykyisiä suuria generalisteja vastaan. Ne erottuvat tyypillisesti kilpailussa suuremmista toimijoista myös ketteryydellä, paremmalla palvelulla tai osaamisella jossain erikoistumisalueessa. Osaajakilpailussa monet pienet toimijat erottuvat

kulttuurillaan edukseen.

Pienet toimijat murtautuvat usein suuriin asiakkuuksiin muun ostajan kuin tietohallinnon kautta myyden digitalisaatoratkaisuja esimerkiksi suoraan liiketoiminnalle, jolloin ne eivät välttämättä kohtaa kilpailussa asiakkaan vakiintunutta järjestelmätoimittajaa. Pienet asiakasorganisaatiot, jotka eivät ole kiinnostavia suurten generalistien näkökulmasta, ovat luontaista vahvuusaluetta sektorin pienille toimijoille.

Näkemyksemme mukaan Bilot erottuu vahvalla osaamisella etenkin SAP-ohjelmistoissa sekä kokonaisratkaisujen toimituskyvykkyydellään. Lisäksi yhtiön digitaaliseen liiketoimintaan pohjautuva lähestymiskulma markkinaan erottaa yhtiötä tukijärjestelmien integraattoreista tai ohjelmistokehitystaloiksi profiloituvista toimijoista.

### Vertailuryhmän kasvu ja kannattavuus

Olemme tarkastelleet listattujen sekä listaamattomien suomalaisten ja muiden Pohjoismaisten IT-palveluyhtiöiden kasvua ja kannattavuutta vuosilta 2014-2018. Yhteensä 22 yhtiötä käsittävässä joukossa yhtiöiden kasvu vuositason 2014-2018 on ollut keskimäärin 18 %, mitä selittää markkinan kasvu, monien pienten toimijoiden nopea kasvu sekä useiden toimijoiden yrityskaupat. Voimakkaimmin kasvaneet yhtiöt ovat pääasiassa laajentuneet yritysostoin (erityisesti Solteq ja Innofactor), mutta joukossa on myös vahvoja orgaanisia kasvajia (Vincit, Solita, Futurice, Gofore, Reaktor ja Siili).

## Kilpailu 2/2

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

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

Kannattavuuden osalta vertailujoukon keskiarvo on 11,5 % käyttökatteella (EBITDA-%) mitattuna vuositasona 2014-2018. Yhtiöt ovat keskimäärin kannattavuudeltaan terveellä tasolla. IT-palveluiden toimialalla yli 10:n % EBITDA-tasoa voidaan pitää hyvänä kannattavuustasona. Bilotin kannattavuus on ollut keskimäärin 9 %:n tasolla. Yksinumeroisiin kannattavuustasoihin yhtiöiden ei pitäisi olla tyytyväisiä. Suuret generalistit TietoEvry ja CGI ovat tehneet hyvää kannattavuutta hitaasta kasvusta huolimatta, mikä perustuu niiden vahvaan markkina-asemaan ja ohjelmistoliiketoimintaan.

Markkinan keskisuurissa ohjelmistokehitysyhtiöissä (kuten Gofore, Reaktor, Futurice ja Vincit) hämmästyttävää on se, että ne ovat päässeet samanaikaisesti sekä vahvaan kasvuun että kannattavuuteen. Arviomme mukaan vahva kannattavuus perustuu osin näiden yhtiöiden kevyisiin organisaatorakenteisiin ja toisaalta vahva kasvu kilpailuetuihin osaajakilpailussa. Kannattavuutta

on ajanut myös näiden toimijoiden liiketoimintamallin painottuminen asiantuntijatyön 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 realistinen. Tämä on kuitenkin vuosien 2018-2019 perusteella jäänyt poikkeuksellisen suotuisasta markkinatilanteesta johtuneeksi ilmiöksi, ja viime aikoina näidenkin yhtiöiden kannattavuuksissa on nähty selkeitä paineita markkinan kypsyessä.

Kannattavuuden ja kasvun yhdistelmää viiden vuoden ajalta vertailemalla markkinassa erottuvat muutamat toimijat ylitse muiden. Tähtipelaajien lokeroon asettuvat mielestämme Solita, Siili, Futurice, Reaktor, Gofore ja Vincit.

### IT-konsulttisektorin uhkakuvat

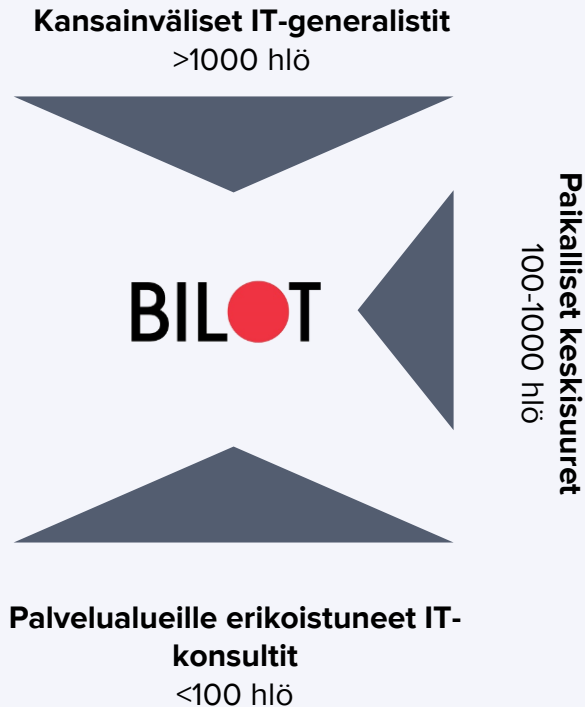
Nykyiseen IT-markkinan suotuisan syklin uhkakuvat liittyvät siihen, että IT-konsultit tavoittelevat tällä hetkellä aggressiivista kasvua. Samaan aikaan omistaja-arvon luonti sektorilla käy jatkuvasti vaikeammaksi oheisista kolmesta syystä johtuen. Mielestämme toimialalle olisi syklin nykyisessä vaiheessa tervettä, jos yritysten strategioiden painopiste alkaisi siirtyä aggressiivisen kasvun tavoittelusta myös kannattavuuksien parannukseen. Vaikka suhtaudumme sektoriin sijoituskohteena kokonaisuutena yhä positiivisesti, on seuraavat markkinan ylikuumenemiseen liittyvät riskit syytä tunnistaa. Kolme keskeistä sektorin lyhyen aikavälin riskiä ovat näkemyksemme mukaan seuraavat:

1. Osaajakilpailu kääntyy sektorin sisäiseksi

nollasummapeliksi. IT-konsulttiyhtiöt eivät pysty kasvamaan ilman rekrytoiteja. Monien sektorin toimijoiden kasvua ruokkinut markkinan hyvä osaajatarjonta on normalisoitunut viime vuosina. Uusia osaajia valmistuu kouluista rajallinen määrä, mikä taas ei riitä tyydyttämään kaikkien yhtiöiden aggressiivisia kasvutavoitteita. Riskinä on, että IT-konsulttien välinen osaajakilpailu Suomessa kiristyy ja kääntyy sektorin sisäiseksi nollasummapeliksi.

2. Markkinaosuuskilpailu johtaa epäterveeseen hintatasoon. Käytännössä kaikki IT-konsulttisektorin listatut yhtiöt ovat luvanneet omistajilleen tavoittelevansa markkinaa nopeampaa kasvua. Riskinä on, että kasvua tavoitellaan liian hintavetoisesti, jolloin sektorin kannattavuusmarginaalit eivät pääse suotuisan syklin kyytiin. IT-konsulttisektorin pitäisi oppia hinnoittelemaan osaamistaan paremmin vielä tämän syklin aikana.
3. Sektorin arvostustasot kuplaantuvat suotuisassa syklissä. IT-palvelusektorin yhtiöiden keskimääräiset markkina-arvot suhteessa liikevaihtoon (EV/Liikevaihto) ovat esimerkiksi kaksinkertaistuneet 5 vuodessa. Arvostusten ylikuumeneminen voi johtaa entistä kovempaan krapulaan syklin taittuessa. Sektorin yhtiöiden aggressiiviset kasvutavoitteet yhdistettynä kireään osaajakilpailuun pakottavat yrityksiä hakemaan kasvua nyt yrityskaupoin, mikä nostaa ostokohteiden arvostustasoja ja heikentää ostajien edellytyksiä tehdä omistaja-arvoa luovia yrityskauppoja.

# Bilotin asemoituminen ja kilpailupaine



## Bilotin puolesta

- Kyvykkyys toimittaa ja ylläpitää liiketoimintakriittisiä kokonaisjärjestelmiä
- Vahvat asiakkuudet Suomessa
- Näkemyksemme mukaan SAP:n vahva asema yhtiön asiakaskunnassa Suomessa
- Asemoituminen digitaalisen liiketoiminnan ja asiakaskokemuksen alueelle
- Pienen ja ketterän toimijan maine kilpailussa generalisteja vastaan

## Bilotia vastaan

- Vastassa suuria generalisteja, joilla mittavat offshore-resurssit
- Toimialan konsolidaatio voi horjuttaa kilpailutasapainoa
- Useat toimijat pyrkivät rakentamaan vastaavia kyvykkyksiä mitä Bilotilla on
- Raju osaajakilpailu
- Riski väliinputoojan asemasta kilpailussa

# Strategia 1/2

## Vahva perusta kasvulle kotimaassa

Bilotin asema kotimaassa yhtiön vahvuusalueilla eli B2B-verkkokaupoissa sekä SAP-järjestelmiä käyttävissä suuryritysasiakkaissa luo yhtiölle arviomme mukaan hyvän perustan laajentumiselle. Kasvua ajaa nykyisen asiakaskunnan investointien kasvu asiakkaiden kasvattaessa panostuksia digitalisaatiohankkeisiin. Toinen kasvun ajuri on arviomme mukaan Bilotin asiakasmäärän laajentaminen sekä palvelu- ja teknologiaosaamisten tarjooman laajentaminen. Todennäköisin pullonkaula kasvulle myös Bilotin tapauksessa on oikeiden osaajien saatavuus. Yhtiön pieni kokoluokka huomioiden ei markkinan koko aseta hetkeen rajoitteita kasvulle, vaikka Bilot jäisi vain Suomen markkinaa keskittyväksi toimijaksi.

Monet Suomen IT-markkinan keskisuuret toimijat pyrkivät strategiassaan laajentumaan digitaalisten palveluiden kerroksesta ”konehuoneen” puolelle taustajärjestelmiin erpp-kerrokseen Bilotin vahvuusalueille. Tämä on kuitenkin vaikea kyvykkyys rakentaa. Bilotin vahvuutena on yhtiön geeniperimä erpp-järjestelmien puolelta, minkä päälle yhtiö on rakentanut digitaalisen liiketoiminnan kyvykkyys, jotka edustavat jo valtaosaa yhtiön liiketoiminnasta. Yhtiö siis lähestyy markkinaa eri suunnalta kuin esimerkiksi monet listatut verrokki. Digitaalisen liiketoiminnan ja asiakaskokemuksen ympärille rakentuva lähestymiskulma markkinaa puree hyvin markkinaympäristöön, jossa asiakkaiden strategiselle agendalle on noussut ydinliiketoiminnan digitalisointi.

Monet Bilotin keskisuuren kokoluokan (100-1000

osaajaa) kilpailijat profiloituvat tarjoomillaan enemmän uusien digipalveluiden kehittäjiksi tai prosesseja tehostavien järjestelmien toimittajiksi. Strategiselta lähestymiskulmaltaan Bilotin lähin verrokki sektorilta on näkemyksemme mukaan Digia. Digiaan nähden merkittävä ero on se, ettei Bilot toimi erpp-käyttöönottojen markkinalla ja Bilot edustaa eri teknologioita. Siten yhtiöt kohtaavat kilpailussa harvoin.

## Osaamisportfolion laajentaminen

IT-markkinan nopean muutoksen takia sektorin yrityksille on kriittistä jatkuvasti laajentaa osaamistaan niin palvelualueiden kuin teknologioiden suhteen. Arviomme mukaan Bilot on kilpailukykyisimmillään toimittaessa SAP-ohjelmistoja sisältävissä IT-ympäristöissä. SAP:n laajentuessa uusille ohjelmistoalueille on sen menestykselle kriittistä antaa tukea paikallisille Bilotin kaltaisille palvelukumppaneille, minkä takia vahva päämiessuhde tarjoaa näkemyksemme mukaan kilpailuetua.

Bilot kartoittaa aktiivisesti uusille osaamisalueille ja uusiin teknologioihin laajentumista osana strategiaansa. Todennäköisesti tämä tarkoittaisi laajentumista uusille ohjelmistoalustoille esimerkiksi Microsoftin tai Salesforcen ohjelmistoperheissä.

Tuoreimpana panostusalueena yhtiöllä on Louhia-yrityskaupan jälkeen tekoälyratkaisut. Tekoälyn alueella yhtiö kehittää omaa AI Core -alustaa, joka sisältää valmiita rajapintoja ja toiminnallisuuksia, jolloin hankkeissa ratkaisuja ei tarvitse rakentaa nollasta. Tekoälyalustaa ei myydä omana tuotteena, vaan osana projektitoimituksia. Käsitksemme mukaan tekoälyä hyödyntävät

ratkaisut tuottavat yhtiölle jo kohtalaista liikevaihtoa ja pitkällä aikavälillä tästä osaamisesta voi muodostua yhtiölle tärkeä kilpailuetu.

## Yrityskaupat

Yrityskaupat ovat osa Bilotin tulevien vuosien kasvustrategiaa. Yrityskaupat voivat kohdistua uudelle palvelualueelle laajentumiseen, uuteen teknologia-osaamiseen laajentumiseen tai näiden yhdistelmään. Käsitksemme mukaan kohteita kartoitetaan Suomesta, mutta kasvu jo avatuilla kansainvälisillä markkinoilla yrityskauppojen kautta ei ole poissuljettua.

Mahdollinen listautuminen luo Bilotille edellytykset käyttää omaa osaketta yrityskaupoissa vastikkeena, mikä on ollut monille sektorin toimijoille erittäin toimiva työkalu yrityskauppavetoisessa kasvussa. Oman osakkeen ansiosta yritysostoihin ei sitoudu vastaavalla tavalla taseen pääomia ja ostettavan kohteen osaajia saadaan sitoutettua.

Suomen IT-palvelumarkkinalla nähtiin 2010-luvulla yrityskauppojen aalto, jossa monet toimijat pystyivät luomaan merkittävästi arvoa laajentamalla uusille palvelualueille yrityskauppavetoisesti ostamalla kohteita matalilla arvostuksilla. Nyt ostokohteiden tarjonta on kuitenkin heikompaa ja arvostustasot käytännössä kaksinkertaistuneet reilussa 5 vuodessa, mikä tekee yrityskauppavetoisen arvonluonnin sektorilla vaikeammaksi. Bilot etsii kohteita suhteellisen pienistä, erikoistuneista joidenkin kymmenien osaajien kokoluokan toimijoista, joissa tarjontaa yhtiön näkökulmasta kiinnostavilla alueilla pitäisi olla kohtalaisesti.



# Strategia 2/2

Yrityskaupoissa IT-konsulttisektorilla suurin riski on erilaisten kulttuurien yhteensovittaminen ja osaajien pysyvyys, koska kohteissa ostetaan asiakkuuksien lisäksi pitkälti osaajia. Bilot on tähän mennessä rakentunut pitkälti orgaanisesti ja yhtiöllä on kokemusta vain yhdestä pienestä yritysostosta. Tämä on mahdollistanut yhtiölle historiassa yhtenäisen kulttuurin säilyttämisen.

## Kansainvälistyminen

Bilotin kansainvälistymisen ydinideana on Suomessa toimivaksi todennetun toimintamallin monistaminen uusille markkinoille. Kansainvälistymisen ensimmäisenä harjoituksena on toiminut Puola, missä yhtiö on maltillisella riskinotolla rakentanut orgaanisesti nollasta nykyisen noin 30 hengen toiminnon.

Puola on Bilotille siinä mielessä strategisesti kiinnostava markkina, että sen kautta pystytään palvelemaan niin paikallisia asiakkaita kuin toimimaan nearshore-yksikkönä Bilotin Suomen toiminnolle, mikä voi tuoda kustannuskilpailuetua kotimaan hankkeisiin.

Ruotsin liiketoiminnan yhtiö käynnisti vuonna 2019. Ruotsin liiketoiminta tuotti viime vuonna noin 0,3 miljoonan euron tappion. Nykyisessä investointivaiheessa on todennäköistä, että Ruotsilla on koko Bilotin kannattavuuteen lievästi laimentava vaikutus vielä lähivuosina, vaikka voitolliseksi nouseminen ei vaadi kovin suurten projektien voittamista nykyisellä mittakaavalla. Puolan liiketoiminta on käsityksemme mukaan hyvällä kannattavuustasolla.

Bilot kartoittaa Ruotsin ja Puolan ohella myös muita markkinoita Pohjoismaiden, Benelux-maiden, Ranskan ja Saksan alueelta. Suhtaudumme kansainvälistymiseen varauksella riippuen yhtiön valitsemasta riskitasosta ja investointien määrästä. Mikäli kansainvälistymistä lähdetään toteuttamaan nopealla aikataululla ja isoilla panostuksilla, on riskinä fokuksen heikentyminen ja pitkittyvät kannattavuusongelmat, mikä on ollut tyypillistä suomalaisten IT-konsulttien kansainvälistymispyrkimyksissä. Siten kansainvälistymisessä investointien tuotto/riski - suhde on tyypillisesti huomattavasti kotimarkkinan tehtäviä investointeja heikompi. Toisin sanottuna arvonluonti kansainvälistymisen kautta on ollut sektorin yhtiöille usein haastavaa. Lisäksi näemme Bilotilla merkittävää kasvupotentiaalia jo kotimarkkinalla, joten yhtiön kasvutarina ei välttämättä tarvitse taakseen kansainvälistymiskulmaa tässä vaiheessa. Kansainvälistymisen kartoittamiseen pitkän aikavälin kasvumahdollisuutena ja nykyisessä kehitysvaiheessa maltillisin investoinnein toteutettuna suhtaudumme varovaisen positiivisesti.

## Taloudelliset tavoitteet

Bilotin strategisena tavoitteena on saavuttaa 50 miljoonan euron liikevaihtotaso vuonna 2024. Tavoite vastaa reilun 20 %:n vuotuista kasvua seuraavan viiden vuoden aikana. Arviomme mukaan yhtiöllä on markkinanäkymä huomioiden realistiset edellytykset saavuttaa yli 10 %:n orgaaninen kasvu lähivuosina. On kuitenkin

selvää, että 50 MEUR:n tavoitteen saavuttaminen edellyttää myös yrityskauppoja. Yrityskauppoihin edellytyksiä antaa listautumisessa kerättävät noin 7 MEUR:n nettovarat sekä mahdollisuus hyödyntää omaa osaketta yrityskauppojen rahoitukseen. Halutessaan yhtiö voisi käyttää myös velkavipua yrityskauppojen rahoitukseen arviomme mukaan.

Kannattavuuden osalta yhtiö tavoittelee 10 %:n liikevoittomarginaalia oikaistuna liikearvon poistoilla (EBITA) keskipitkällä aikavälillä. Yhtiöllä on historiasta hyvät näytöt tämän tason kannattavuudesta ja myös sektorin kontekstissa kannattavuustavoitetta voidaan pitää realistisena. Arviomme mukaan sektorilla 15 %:n taso on parhailla yhtiöillä saavutettavissa, mutta tämän yläpuolella kannattavuudet eivät tyypillisesti ole pitkällä aikavälillä kestäviä. Bilot painottaa strategiassaan pitkäjänteistä kasvua, eikä organisaatiota ajeta käyttöasteita ja kannattavuutta optimoiden.

Osinkoa yhtiö tavoittelee jakavansa vähintään 30 % tilikauden tuloksesta. Mikäli yhtiö ei toteuta yrityskauppoja, on taseessa varaa huomattavasti korkeampaankin voitonjakoon.

# Bilotin asemoituminen ja kilpailutekijät

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

# Historiallinen kehitys

## Kulurakenne

Bilotin kulurakenne kuvastaa tyypillistä IT-palveluyhtiön kulurakennetta. Materiaalit ja palvelut koostuvat pääosin ulkopuolisista palveluista (alihankinta), ja niiden osuus on ollut keskimäärin reilut 10 % liikevaihdosta vuosina 2013-2019. Lisäksi lisenssien jälleenmyyntiin liittyvät kulut ovat noin 3 % liikevaihdosta. Henkilöstökulut ovat Bilotin suurin kuluerä vastaten noin 60 % liikevaihdosta. Liiketoiminnan muut kulut ovat olleet keskimäärin noin 15 % liikevaihdosta eli vertailuryhmän tasolla, ja poistot noin 2 % vuosina 2013-2019.

IT-palveluyhtiöiden liiketoiminta ei juurikaan skaalaudu ja näin ollen kulut kasvavat lähes suhteessa liikevaihdon kasvuun. Suurin muuttuva erä on alihankinta, jota IT-palveluyhtiöt käyttävät sopeutuakseen paremmin kysynnän vaihteluun. Lisäksi liikearvopoistojen määrä todennäköisesti kasvaa tulevaisuudessa Bilotin mahdollisten tulevien yritysostojen myötä.

## Vuodet 2012-2018

Bilot kasvoi keskimäärin 6 % vuosina 2012-2018. Kasvu on ollut vuonna 2018 toteutettua pientä yritysostoa (<1 MEUR tai noin 1 %-yksikkö kasvusta) lukuun ottamatta orgaanista. EBITA-% on vuosina 2012-2018 vaihdellut 3-16 %:n välillä. Vuosina 2017-2018 EBITA-% oli suhteellisen vakaa ja keskimäärin noin 9 %.

Yksi merkittävimmistä tapahtumista viime vuosina on ollut Bilotin aloittama Puolan liiketoiminta vuonna 2014. Vuodet 2015-2016 olivat yhtiölle vaikeita vuosia, asiakkaiden investoinnit ja

päätöksenteko laahasivat, yhtiö joutui sopeuttamaan toimintojaan ja kannattavuus oli heikkoa (EBITA-% 3-6 %). Vuonna 2017 yhtiö palasi kannattavan kasvun uralle (kasvu 4 % ja EBITA 10 %). Vuonna 2018 kasvu kiihtyi 12 %:iin erityisesti Puolan vahvan kehityksen ansiosta. Bilot on ollut vahva osingonmaksaja ja maksanut keskimäärin 87 % tuloksestaan osinkoina vuosina 2014-2018.

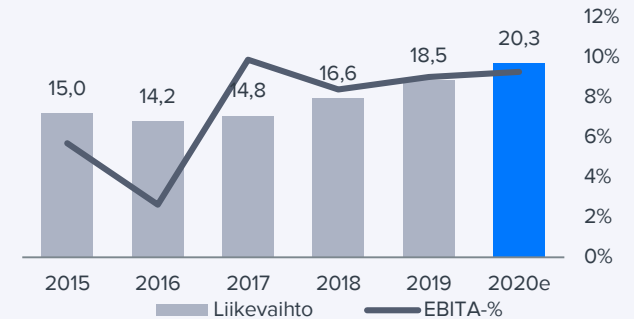
## Vuosi 2019

Vuonna 2019 Bilotin liikevaihto kasvoi 11 % 18,5 MEUR:oon. Viime vuonna yhtiö päätti panostaa myös Ruotsin toimintoihin, joiden ylösajo painoi tulosta noin 0,3 MEUR:illa. EBITA oli 1,7 MEUR tai 9,1 % liikevaihdosta vuonna 2019 (2018: 1,4 MEUR ja 8,2 %). Oikaistuna Ruotsista EBITA-% oli 10,7 %. Yhtiö poisti liikearvoa viime vuonna 0,1 MEUR. Lisäksi yhtiö kirjasi suunniteltuun listautumiseen liittyen kuluja 0,2 MEUR, jotka olemme oikaisseet nettotuloksesta

## Bilotin tase on vahva

Bilotin tase on ollut historiallisesti todella vahva ja yhtiöllä ei juurikaan ole ollut korollista velkaa. Tase on hyvin tyypillinen IT-palveluyhtiölle ja sen vastaavaa-puoli koostuu saamisista (52 % taseesta), kassasta (1,6 MEUR tai 23 %) ja aineettomista hyödykkeistä (10 % taseesta) vuoden 2019 lopussa. Listautumisessa uuden omistajan on huomioitava tilikauden jälkeinen kassaa laskeva 0,6 MEUR:n irronnut osinko. Taseen vastattavaa-puolella on vain 0,1 MEUR (tai 2 % taseesta) korollista velkaa sekä pääasiassa omaa pääomaa (46 %) ja korottomia velkoja (52 %). Omavaraisuusaste oli 47 % ja nettovelkaantumisaste -46 % vuoden 2019

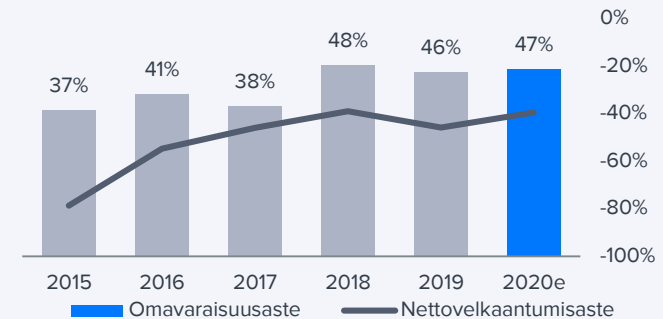
## Liikevaihdon ja kannattavuuden kehitys



## Tase 2019



## Taseen avainlukujen kehitys



# Ennusteet

## Vuosi 2020: listautumisesta lisää panoksia kasvuun

Ennustamme Bilotin liikevaihdon kasvavan tänä vuonna 10 % 20,3 MEUR:oon. Kasvuennuste perustuu orgaaniseen kasvuun ja vaati arviolta vain noin 10 hengen rekrytointeja kuluvan vuoden aikana, joten rekrytoinnin ei pitäisi olla pullonkaula ennusteelle.

Odotamme Bilotin EBITA-%:n nousevan vain maltillisesti 9,3 %:iin (2019: 9,1 %) pääasiassa Ruotsin laskutusasteiden paranemisen tukemana. Bilotin liikearvopoistojen ennustamme olevan 0,1 MEUR. Yhtiöllä on vain 0,1 MEUR korollista velkaa ja näin ollen korkokulut ovat vain marginaalisia. Nettotuloksen ennustamme siten olevan 1,5 MEUR (2019: 1,2 MEUR).

Bilot jakoi jo vuonna 2019 päättäneeltä tilikaudelta 0,58 MEUR:n osingon, joka vastaa 50 % vuoden 2019 tuloksesta. Listautumisessa tarjottavat osakkeet eivät oikeuta tilikauden 2019 osinkoon.

Emme ole vielä huomioineet ennusteissamme listautumisesta aiheutuvia kustannuksia tai siitä kerättäviä varoja. Olettaen Bilotin suunnitellun listautumisen First North-markkinapaikalle toteutuvan, tulisi yhtiö arviomme mukaan kirjaamaan listautumisesta aiheutuvia kertaluonteisia kuluja noin 0,5 MEUR. Tällöin kuluvan vuoden raportoitu nettotulos laskisi selvästi nykyisen ennusteemme alapuolelle (2020e: 1,5 MEUR). Käsittelemme listautumiseen liittyvät kulut kuitenkin kertaluonteisina.

## Vuodet 2021-2024

Odotamme Bilotin kasvavan 9 %, 8 % ja 7 %

vuosina 2021-2024. Ennustamamme kasvu on orgaanista ja kasvua vetää laajentuminen uusiin markkinasegmentteihin ja kansainvälistyminen. Pidämme kasvua yrityskauppojen kautta optiona ja tarkastelemme niitä ostohetkellä yksilöllisesti. Varovaisen ennustemme mukaisen kasvun myötä Bilotin liikevaihto olisi 27 MEUR vuonna 2024 ja suhteellisen kaukana yhtiön 50 MEUR:n tavoitteesta, joka vaatisi keskimäärin noin 20 %:n vuotuisia kasvua. Tavoitteeseen päästäkseen yhtiö tarvitsee näkemyksemme mukaan erityisesti yritysostoja sekä uusia kansainvälisten toimintojen voimakasta kasvua.

Arvioimme Bilotin EBITA-%:n olevan 9-10 %:n tasolla vuosina 2021-2024 (2019: 9,1 %). Varovainen ennusteemme ei siten odota yhtiöltä voimakasta tulosparannusta viime vuosien tasoon nähden. Lievää kannattavuuden parannusta tukee edelleen Ruotsin liiketoiminnan kannattavuuden paraneminen. Arvioimme tämän tason olevan yhtiölle hyvin realistisesti pidettävissä myös pidemmällä aikavälillä. Tällä tasolla kannattavuus on sektorin kontekstissa keskimääräisellä tasolla ja mahdollistaa myös panostukset pitkäaikaisen kasvun ylläpitämiseen. Lyhyen tähtäimen laskutusasteita optimoiden olisi yhtiöllä edellytykset korkeampaankin kannattavuuteen.

Yhtiö vaikuttaa tällä hetkellä panostavan kasvuun kannattavuutta voimakkaammin. Mikäli kuitenkin kasvu kiihtyisi ennustettua nopeammaksi, niin kannattavuus todennäköisesti kärsisi hieman tai nousisi odotuksia hitaammin.

Arvioimme Bilotin maksavan osinkoa 50 % tuloksesta vastaten absoluuttisesti 0,7-1,1 MEUR

osinkoa vuosina 2021-2024. Osinkotuotto on listautumishinnalla 4-6 % vuosille 2021- 2024. Mikäli yhtiö tekee yrityskauppoja ja käyttää tähän kassaa, tulee osingonmaksu luultavasti kokoluokasta riippuen hieman laskemaan.

## Tase antaa paljon liikkumavaraa

Bilotin orgaaninen kasvu sitoo IT-palveluyhtiöille tyypilliseen tapaan vain hieman pääomaa ja näin ollen kassavirta on vahva. Vahva kassavirta vahvistaa jo ennestään vahvaa tasetta ja yhdessä potentiaalisen listautumisen kanssa antaa Bilotille runsaasti liikkumavaraa. Ennusteillamme omavaraisuusaste nousee tasaisesti noin 50 %:iin vuoden 2020 lopussa ja kassavarat 1,9 MEUR:oon. Mikäli yhtiön noin 8 MEUR:n (nettovarot 7 MEUR) listautumisanti merkataan täyteen, nousee vuoden 2020 lopun omavaraisuusaste ~70 %:iin ja kassapositio noin 9 MEUR:oon.

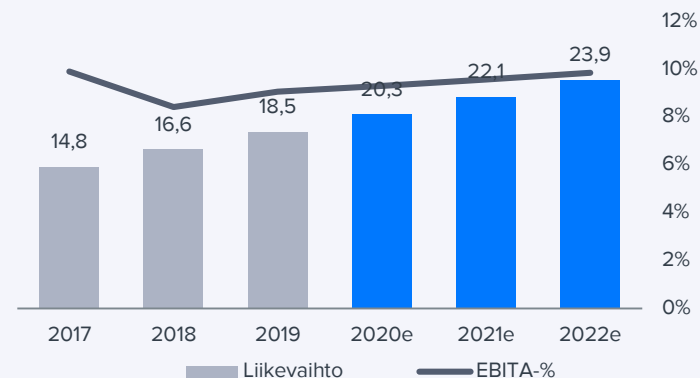
Näkemyksemme mukaan yhtiö pystyisi nykyinen matala korkoympäristö huomioiden hyvin käyttämään kassavarojen lisäksi myös velkavipua kohtuullisin määrin yrityskaupoissa. Samalla yhtiö pystyisi näin tehostamaan pääomarakennetta ja jakamaan tilikauden voittoja vahvalla suhteella omistajille.

# Ennusteet

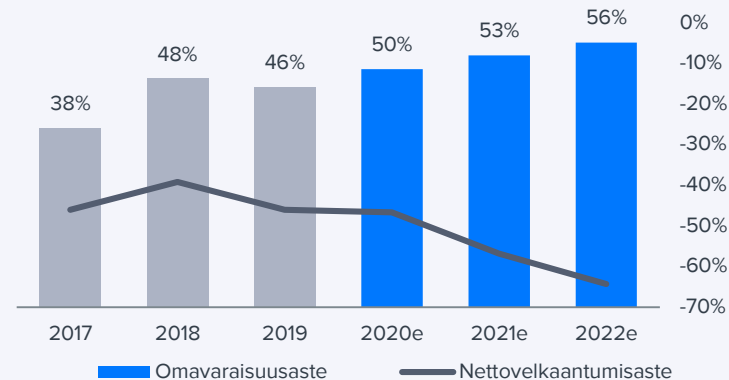
Lyhennetty tuloslaskelma	2015	2016	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e	2023e
Liikevaihto	15,0	14,2	14,8	16,6	18,5	20,3	22,1	23,9	25,6
Käyttökate (EBITDA)	1,2	0,7	1,7	1,5	1,8	2,0	2,3	2,5	2,8
EBITA	0,9	0,4	1,5	1,4	1,7	1,9	2,1	2,4	2,6
Liikevoitto (EBIT)	0,9	0,3	1,4	1,4	1,6	1,8	2,1	2,3	2,6
Tulos ennen veroja	0,8	0,4	1,4	1,3	1,4	1,8	2,1	2,3	2,6
Nettotulos	0,5	0,3	1,0	1,1	1,2	1,5	1,7	1,9	2,1
Osakekohtainen tulos	47,6	32,4	99,52	111,2	138,2	0,59	0,67	0,74	0,82
Vapaa kassavirta	0,8	-0,2	1,0	0,3	1,8	1,0	1,7	1,9	2,1

Avainluvut	2015	2016	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e	2023e
Liikevaihdon kasvu-%	-1,3 %	-5,3 %	4,0 %	12,2 %	11,2 %	10,0 %	9,0 %	8,0 %	7,0 %
Käyttökate-%	7,8 %	5,1 %	11,6 %	9,3 %	9,8 %	10,0 %	10,3 %	10,5 %	10,9 %
EBITA-%	5,7 %	2,6 %	9,9 %	8,4 %	9,1 %	9,3 %	9,6 %	9,9 %	10,2 %
Liikevoitto-%	5,7 %	2,3 %	9,6 %	8,2 %	8,7 %	9,0 %	9,3 %	9,6 %	10,0 %
ROE-%	22,6 %	19,1 %	54,2 %	44,2 %	36,3 %	41,1 %	36,7 %	33,6 %	31,1 %
ROI-%	30,2 %	13,6 %	61,7 %	48,7 %	48,9 %	49,4 %	45,1 %	41,4 %	38,7 %
Omavaraisuusaste	36,8 %	41,0 %	37,8 %	48,2 %	46,4 %	50,2 %	53,2 %	55,9 %	58,4 %
Nettovelkaantumisaste	-78,8 %	-54,8 %	-46,0 %	-39,1 %	-46,0 %	-46,6 %	-56,8 %	-64,3 %	-70,0 %

Liikevaihdon ja kannattavuuden kehitys



Taseen avainlukujen kehitys



# Arvonmääritys 1/3

## Arvonmääritys

### Vakaa kasvuyhtiö IT-markkinalla

Näkemyksemme mukaan Bilot profiloituu ensisijaisesti kasvuyhtiönä. Yhtiön vahva tase ja hyvä kassavirta mahdollistavat myös yritysostot sekä kasvavan osinkovirran.

Arviomme mukaan Bilotin osakkeen arvonmuodostus tulee perustumaan tuloskasvuun, jota tulevina vuosina ensisijaisesti ajavat liikevaihdon kasvu sekä mahdolliset yrityskaupat. Huomautamme kuitenkin epäorganiseen kasvun kohottavan riskitasoa johtuen yhtiön pienestä yritysjärjestelyhistoriasta, ostokohteiden korkeista arvostustasoista ja työkuultuurien vaikeasta yhdistämisestä.

Näkemyksemme mukaan Bilotin arvostusta tukevat seuraavat tekijät:

- Vahvasti kasvavat markkinat
- Vahva orgaaninen kasvu saavutettavissa jo kohtalaisilla rekryointivolyymeillä
- Asemoituminen vahvan asiakaspidon ja korkean kilpailukynnyksen palvelualueille
- Kannattavuudessa maltillista parannuspotentiaalia
- Vahva tase mahdollistaa yrityskaupat ja osingonjaon

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

- Yrityskauppojen integraatiot ja korkeat arvostukset
- IT-markkinan kiristynyt osaajakilpailu jarruttaa koko sektorin tuloskasvua
- Nykyisen suotuisan markkinatilanteen kääntyminen
- Suurten hankkeiden projektiriskit ja asiakkaiden neuvotteluvoima

### Arvostuskertoimet

Bilotille ensisijaisesti käyttämämme arvostuskerroin tällä hetkellä on EV/EBIT, koska yritysarvo (EV) huomioi yhtiön todella vahvan taseen ja EBIT (oikaistuna liikearvopoistoista) on tulosmittarina parhaiten vertailukelpoinen verrokkeihin. EBITDA ei ole optimaalinen tulosmittari, koska IFRS-kirjanpidossa olevilla verrokeilla on vuokrasopimukseen liittyviä aineellisia poistoja. Oikaistu P/E-luku on yleisesti myös hyvä mittari verratessa IT-palveluyhtiöitä, mutta tässä tilanteessa se hieman rankaisee Bilotia yhtiön vahvan taseen takia.

Mitä kovempaan tuloskasvuun yhtiö yltää, sitä korkeammat kertoimet sille voidaan hyväksyä. Lisäksi mitä korkeampaan orgaaniseen liikevaihdon kasvuun yhtiö yltää, sitä korkeampi arvostus sille voidaan hyväksyä suhteessa vertailuryhmään.

Ennusteillamme ja listautumishinnalla Bilotin tämän ja ensi vuoden oikaistut EV/EBIT-kertoimet ovat 8x ja 7x, mikä on houkutteleva arvostustaso yhtiön tulospotentiaali sekä verrokkien ja yhtiön kanssa profiililtaan vastaavien yhtiöiden arvostus

huomioiden. Näkemyksemme mukaan osakkeelle voidaan hyväksyä asteittain sektorin mukaista arvostusta tuloskasvun kiihtyessä. Tästä johtuen arvonnousua ajaa sekä tuloskasvu että hyväksyttävät kertoimet.

# Arvonmääritys 2/3

## Vertailuryhmä

Näkemyksemme mukaan Bilot tulee asemoida Pohjoismaisten IT-palveluyhtiöiden joukkoon pienenä kasvuyhtiönä, joka tekee suurilta osin projektiliiketoimintaa. Bilotille on löydettävissä hyvä pohjoismainen vertailuryhmä, mihin arvostusta voidaan peilata ja tukea.

Sijoitusprofiililtaan yhtiölle lähimpiä listattuja verrokkeja Suomessa ovat Digia, TietoEVRY, Gofore, Innofactor ja Vincit. Pienestä koosta johtuen yhtiölle tulee soveltaa pientä alennusta, jota toisaalta pienentää Bilotin vertailuryhmää paremmat tuloskasvunäkymät.

Yleisesti pidämme IT-palveluyhtiöitä edelleen houkuttelevana sektorina omistaa johtuen alan vahvoista kysyntäfundamenteista lähivuosille. IT-palvelusektorin arvostustasot ovat kuitenkin nousseet viimeisen parin vuoden aikana selvästi piristyneen kysyntänäkymien sekä yrityskauppojen vetämänä. Lisäksi viime aikoina kiristynyt osajakilpailu on nostanut tummia pilviä kasvun ja kannattavuuden kehityksen suhteen. Yhtiöiden välisten erojen hajonta on kuitenkin edelleen suhteellisen suurta ja kuvastaa näkemyksemme mukaan yhtiöiden eri strategioita ja niiden implementointien eri vaiheita.

IT-markkinan murroksessa viime vuosina orgaanisesti hitaammin kasvaneita (kuten Innofactor ja Solteq) hinnoitellaan selvästi muuta joukkoa matalammilla liikevaihtokertoimilla (EV/S ~1x). Näiden yhtiöiden jatkuvan liiketoiminnan tuomat vahvuudet nousevat kuitenkin nykyisessä kireässä osajamarkkinassa vahvemmin esille.

Vastaavasti esimerkiksi Goforen ja HiQ:n suhteelliset arvostukset ovat huomattavasti korkeammalla jopa noin 1,5x EV/liikevaihto-kertoimen tasolla, joka kuvaa yhtiöiden parempaa kannattavuutta ja kasvua sekä voimakasta tuloskasvua, jonka kestävyys on kuitenkin entistä haastavampaa nykyisessä markkinaympäristössä.

Näkemyksemme mukaan Bilotia voidaan hyvin arvostaa verrokkiryhmän kautta, koska yhtiölle löytyy laaja hyvin vertailukelpoinen verrokkiryhmä. Bilotin verrokkiyhtiöiden kertoimiin pohjautuvassa arvonmäärityksessä (taulukko oikealla) olemme soveltaneet verrokkiyhtiöiden vuosien 2020-2021 EV/EBIT-, EV/EBITDA- ja P/E-kertoimia Bilotin vastaaviin tulosennusteisiimme. Verrokkiryhmän mediaani EV/EBIT-kertoimet vuosille 2020-2021 ovat 13x ja 11x. Vastaavat P/E-kertoimet ovat 15x ja 12x ja EV/EBITDA-kertoimet 9x ja 8x. Olemme soveltaneet arvonmäärityksessä 15 %:n alennusta verrokkiryhmän kertoimiin heijastellen Bilotin pienempää kokoluokkaa. Jokaisen tuloskertoimen osalta olemme laskeneet vuosien 2020-2021 lopputuloksista keskiarvon, josta saadaan Bilotin osakekannan arvohaarukaksi noin 17-21 MEUR.

## Verrokkien kertoimiin pohjautuva arvonmääritys

	2020e	2021e	
EBIT (oik.)	1,9	2,1	
EV/EBIT (verrokit -15%)	10,8x	9,7x	
<b>Yritysarvo</b>	<b>20,3</b>	<b>20,5</b>	
+Oikaistu nettokassa	0,9	0,9	<b>Keskiarvo</b>
<b>Osakekannan arvo</b>	<b>21,2</b>	<b>21,4</b>	<b>21,3</b>

	2020e	2021e	
EBITDA	2,0	2,3	
EV/EBITDA (verrokit -15%)	7,8x	6,8x	
<b>Yritysarvo</b>	<b>15,8</b>	<b>15,5</b>	
+Oikaistu nettokassa	0,9	0,9	<b>Keskiarvo</b>
<b>Osakekannan arvo</b>	<b>16,7</b>	<b>16,3</b>	<b>16,5</b>

	2020e	2021e	
Nettotulos	1,5	1,7	
P/E (verrokit -15%)	12,7x	10,3x	<b>Keskiarvo</b>
<b>Osakekannan arvo</b>	<b>19,1</b>	<b>17,3</b>	<b>18,2</b>

# Arvonmääritys 3/3

## DCF-analyysi

Annamme arvonmäärityksessä rahavirtamallia suuremman painoarvon arvostuskertoimille, koska DCF:ssä suuri osa arvosta muodostuu pitkällä tulevaisuudessa, mihin näkyvyys on rajallinen. DCF-mallimme osakekohtainen arvo Bilotin osakkeelle on 9,0 euroa. Ennustemallissamme yhtiö kasvaa lähivuosina 2020-2024 6-10 %:n vauhtia ja saavuttaa 10 %:n EBIT-marginaalin tason vuonna 2022. Pitkällä aikavälillä (2024 jälkeen) kasvu laskee asteittain 3 %:n tuntumaan ja EBIT-% vakiintuu 8 %:n tasolle. Mallissa ikuisuusoletuksen (terminal-vuosi) painoarvo on 47 %.

Rahavirtamallissa käyttämämme oman pääoman kustannus 10,2 % ja sektoria korkeampi johtuen pienestä koosta. Pääoman kustannus (WACC) on myös 10,2 %, koska yhtiöllä ei ole korollista velkaa. Pääomankustannus sisältää 2 %-yksikön likviditeettipreemion.

## Osakkeen tuotto-odotuksen komponentit

Tarkastelemme myös Bilotin osakkeen tuotto-odotusta tuloskasvun, osinkotuoton ja hyväksytyjen arvostuskertoimien näkökulmasta.

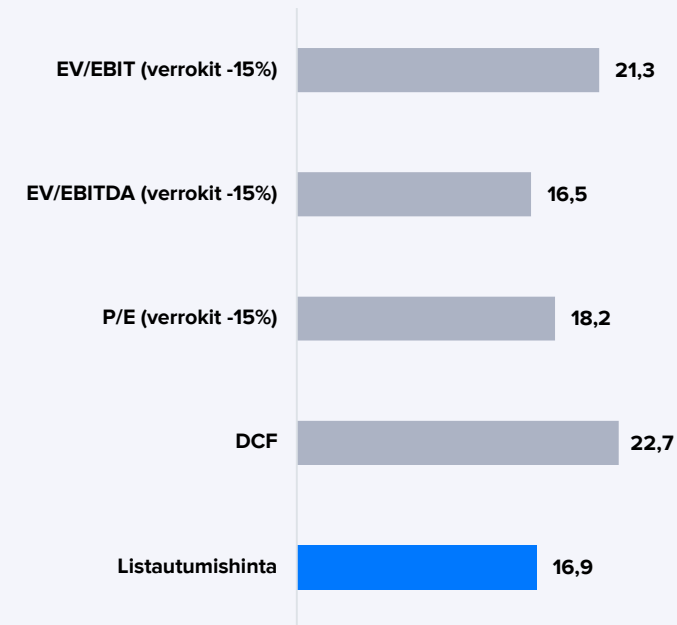
Arviomme mukaan yhtiöllä on lähivuosina edellytykset reilun 10 %:n vuotuisen tuloskasvuun (vuoden 2020e tasoon nähden) perustuen pääasiassa IT-markkinaa nopeampaan kasvuun ja pienin osin kannattavuusparannukseen. Osinkotuotto on 4-6 % (listautumishinnalla) vuosina 2020-2023e ja yhtiön vahva tase ja rahavirta antavat edellytykset korkeaan voitonjakoon, mutta yrityskaupat syövät osan potentiaalista.

Bilotin lähivuosien arvostuskertoimissa (listautumishinnalla) on näkemykseemme mukaan nousuvaraa yhtiön kasvustrategian edetessä ennusteidemme mukaisesti. Tässä vaiheessa yhtiön pienen kokoluokan myötä noin 15 %:n alennus sektoriin on perusteltu. Arvioimme aliarvostuksen asteittain purkautuvan strategian edetessä. Näin ollen osakkeen tuotto-odotus muodostuu osinkotuotosta, tuloskasvusta ja arvostuskertoimista >15 %:n tasolle.

## Arvonmäärityksen yhteenveto

Arvonmääritykseen olemme käyttäneet verrokkiryhmän mediaani arvostustasoja EV/EBIT-, EV/EBITDA- ja P/E-kertoimelle ja olemme soveltaneet 15 %:n alennusta pienestä koosta johtuen. Lisäksi olemme käyttäneet DCF-analyysia. Arvonmäärityksemme antaa Bilotin osakekannan arvoksi 17-23 MEUR (ennen antia), mikä perustuu verrokkiryhmähinnoitteluun ja DCF-laskelmaan ja vastaa 6,6-9,0 euron osakekohtaista arvoa. Yhtiön hyvät kasvunäkymät ja kannattavuus voisivat puoltaa vielä korkeampaa arvostusta, mutta pienen koon, lyhyen toimintahistorian ja kilpailtu markkinatilanne huomioiden tuottovaatimuksemme on sektorin keskimääräistä korkeampi. Strategian edetessä aliarvostus sektoriin voi purkautua asteittain.

## Arvostuksen yhteenveto





# Vertailuryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Osakekurssi	Markkina-arvo MEUR	Yritysarvo MEUR	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B 2020e
				2020e	2021e	2020e	2021e	2020e	2021e	2020e	2021e	2020e	2021e	
Solteq	1,32	25	59	13,0	11,7	6,9	5,9	1,0	1,0	13,3	10,2	2,6	3,4	1,0
Innofactor	0,76	29	45	22,7	15,1	7,6	7,6	0,7	0,7	31,6	11,3			1,3
Digia	4,32	117	140	11,3	10,5	7,8	7,5	1,0	0,9	12,9	11,7	2,9	3,6	2,0
TietoEVERY	25,92	3001	4118	12,0	11,0	9,0	8,3	1,4	1,3	12,1	11,1	5,0	5,5	1,8
Vincit	4,10	51	48	16,1	12,1	9,7	8,1	0,9	0,9	15,7	12,5	3,5	3,8	2,4
Silli	9,46	62	61	10,2	7,7	6,5	5,6	0,7	0,7	11,6	9,1	4,6	6,1	2,6
Gofore	7,18	101	86	12,3	9,6	9,6	7,8	1,2	1,1	15,4	13,3	3,6	4,0	3,0
Nixu	9,92	73	80	40,2	23,0	20,1	14,6	1,4	1,2	69,0	29,0	0,4	0,6	4,7
HIQ	45,40	243	239	11,1	10,6	9,3	8,9	1,3	1,3	14,6	14,1	7,6	7,8	3,3
Bouvet	390,00	394	384	14,4	13,0	11,5	10,4	1,6	1,5	19,2	17,3	4,6	5,1	11,3
KnowlT	174,00	313	316	9,1	8,4	7,4	6,9	0,9	0,9	12,2	11,1	4,3	4,6	2,5
Enea	148,00	305	331	14,9	14,0	10,9	10,1	3,4	3,2	16,7	15,6		1,9	
<b>BILOT (Inderes)</b>	<b>6,70</b>	<b>17</b>	<b>15</b>	<b>8,2</b>	<b>6,8</b>	<b>7,4</b>	<b>6,1</b>	<b>0,7</b>	<b>0,6</b>	<b>11,3</b>	<b>10,1</b>	<b>4,4</b>	<b>5,0</b>	<b>4,1</b>
<b>Keskiarvo</b>				<b>15,6</b>	<b>12,2</b>	<b>9,7</b>	<b>8,5</b>	<b>1,3</b>	<b>1,2</b>	<b>20,4</b>	<b>13,9</b>	<b>3,9</b>	<b>4,2</b>	<b>3,3</b>
<b>Mediaani</b>				<b>12,7</b>	<b>11,4</b>	<b>9,1</b>	<b>8,0</b>	<b>1,1</b>	<b>1,0</b>	<b>15,0</b>	<b>12,1</b>	<b>4,0</b>	<b>4,0</b>	<b>2,5</b>
<b>Erotus-% vrt. mediaani</b>				<b>-35 %</b>	<b>-40 %</b>	<b>-19 %</b>	<b>-23 %</b>	<b>-34 %</b>	<b>-40 %</b>	<b>-25 %</b>	<b>-17 %</b>	<b>12 %</b>	<b>23 %</b>	<b>67 %</b>
<b>Mediaani (Tieto, Digia, Gofore, Vincit ja Innofactor)</b>				<b>12,3</b>	<b>11,0</b>	<b>9,0</b>	<b>7,8</b>	<b>1,0</b>	<b>0,9</b>	<b>15,4</b>	<b>11,7</b>	<b>3,6</b>	<b>3,9</b>	<b>2,0</b>
<b>Erotus-% vrt. mediaani</b>				<b>-34 %</b>	<b>-38 %</b>	<b>-18 %</b>	<b>-22 %</b>	<b>-23 %</b>	<b>-30 %</b>	<b>-27 %</b>	<b>-14 %</b>	<b>24 %</b>	<b>27 %</b>	<b>108 %</b>

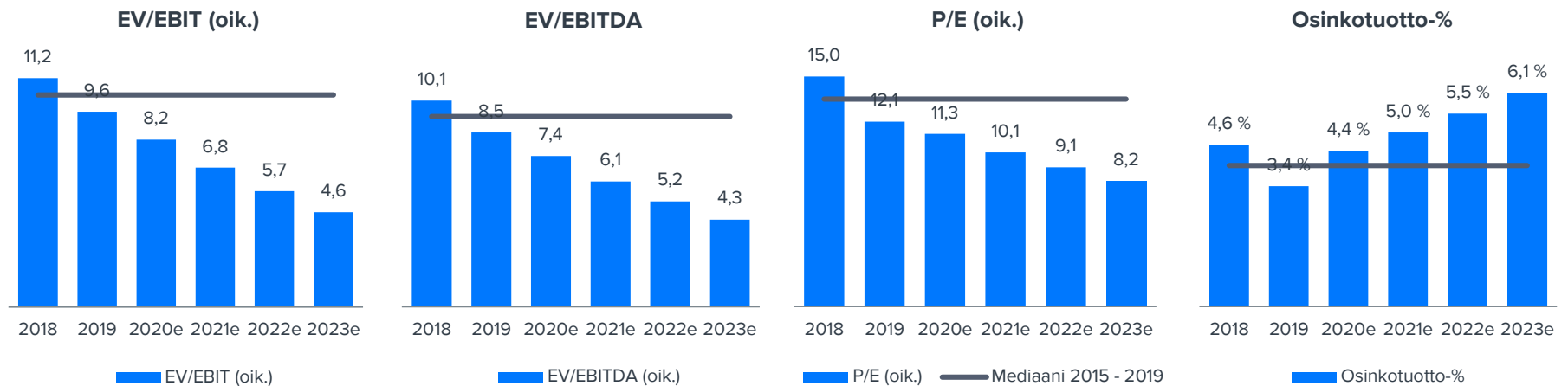
Lähde: Thomson Reuters / Inderes. Huomautus: Inderesin käyttämä markkina-arvo ei ota huomioon yhtiön hallussa olevia omia osakkeita.

Verrokkitaulukko päivitetty 28.2.20202 noin klo 13.00

# Arvostus yhteenveto

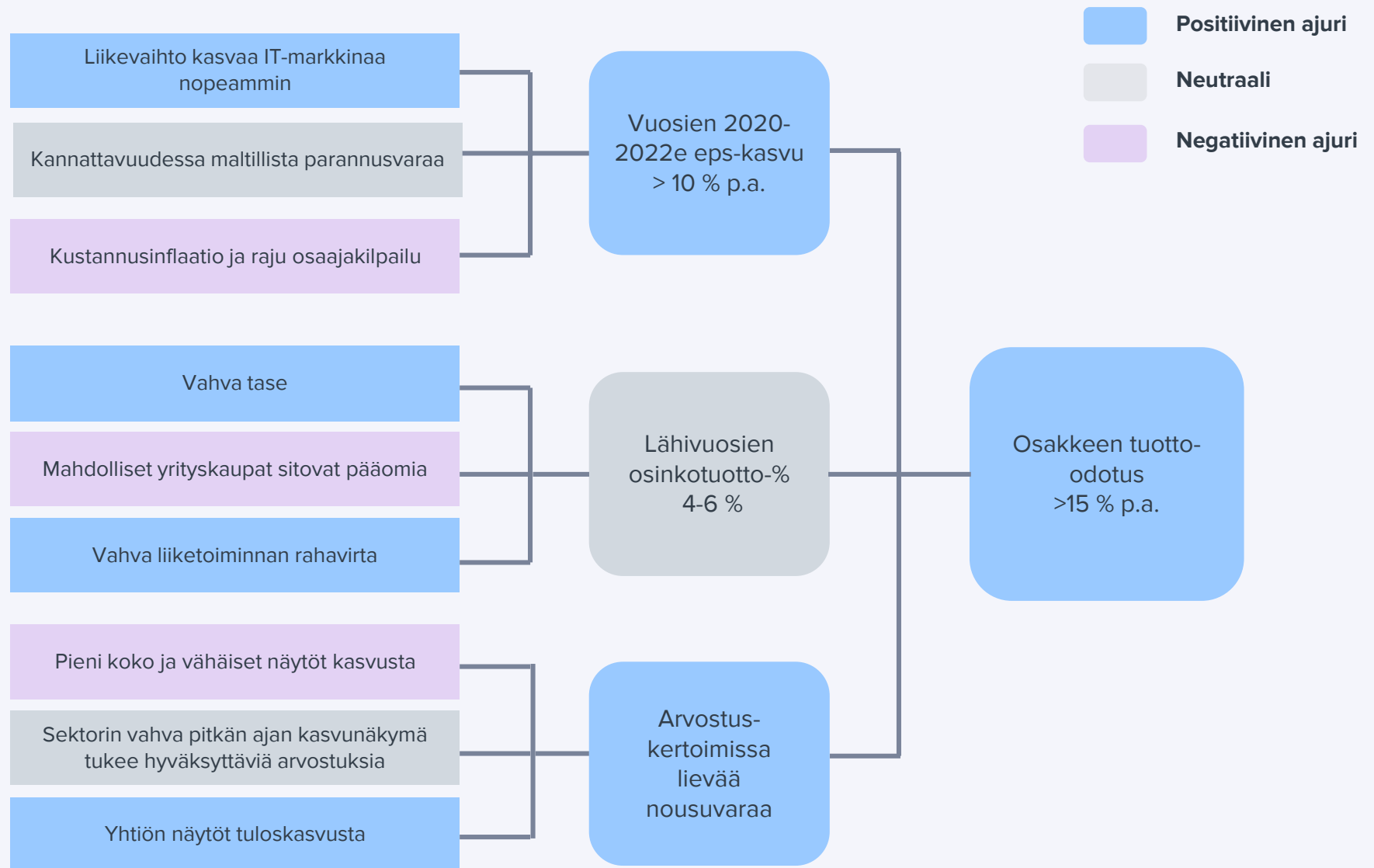
Arvostustaso	2017	2018	2019	2020e	2021e	2022e	2023e
Osakekurssi (merkintähinta)	1668,3	1668,3	1668,3	6,70	6,70	6,70	6,70
Osakemäärä, milj. kpl	0,01	0,01	0,01	2,52	2,52	2,52	2,52
Markkina-arvo	16,9	16,9	16,9	16,9	16,9	16,9	16,9
Yritysarvo (EV)	18,6	15,6	15,4	15,0	14,0	13,0	11,9
P/E (oik.)	16,8	15,0	12,1	11,3	10,1	9,1	8,2
P/E	17,6	15,5	14,6	11,3	10,1	9,1	8,2
P/Kassavirta	17,4	63,4	9,2	16,3	10,0	9,0	8,2
P/B	9,6	5,3	5,3	4,1	3,4	2,8	2,4
P/S	1,1	1,0	0,9	0,8	0,8	0,7	0,7
EV/Liikevaihto	1,3	0,9	0,8	0,7	0,6	0,5	0,5
EV/EBITDA (oik.)	10,9	10,1	8,5	7,4	6,1	5,2	4,3
EV/EBIT (oik.)	12,7	11,2	9,6	8,2	6,8	5,7	4,6
Osinko/tulos (%)	106,6 %	71,4 %	50,0 %	50,0 %	50,0 %	50,0 %	50,0 %
Osinkotuotto-%	6,1 %	4,6 %	3,4 %	4,4 %	5,0 %	5,5 %	6,1 %

Lähde: Inderes



Lähde: Inderes

# Osaketuoton ajurit 2020e-2022e

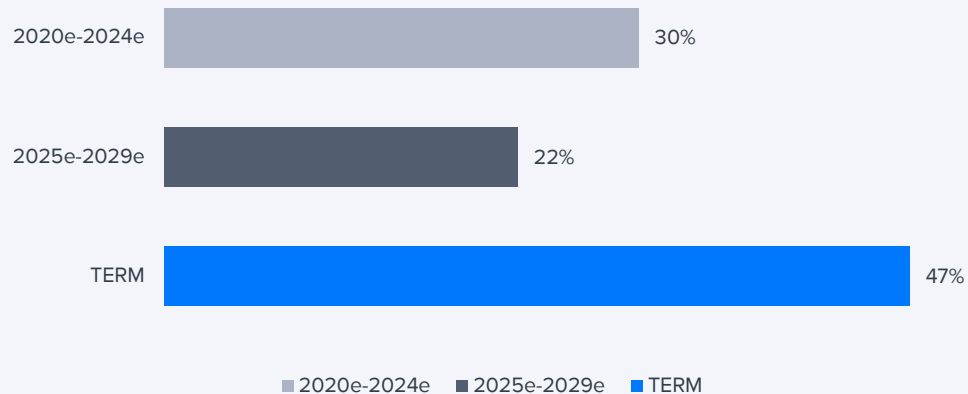


# DCF-laskelma

DCF-laskelma	2019	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	TERM
<b>Liikevoitto</b>	<b>1,6</b>	<b>1,8</b>	<b>2,1</b>	<b>2,3</b>	<b>2,6</b>	<b>2,7</b>	<b>2,7</b>	<b>2,5</b>	<b>2,4</b>	<b>2,5</b>	<b>2,6</b>	
+ Kokonaispoistot	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	
- Maksetut verot	0,0	-0,2	-0,4	-0,4	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	
- verot rahoituskuluista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
+ verot rahoitustuotoista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Käyttöpääoman muutos	0,5	-0,6	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
<b>Operatiivinen kassavirta</b>	<b>2,3</b>	<b>1,2</b>	<b>1,8</b>	<b>2,0</b>	<b>2,2</b>	<b>2,3</b>	<b>2,3</b>	<b>2,2</b>	<b>2,2</b>	<b>2,2</b>	<b>2,2</b>	
+ 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	-0,5	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,1	
<b>Vapaa operatiivinen kassavirta</b>	<b>1,8</b>	<b>1,0</b>	<b>1,7</b>	<b>1,9</b>	<b>2,1</b>	<b>2,2</b>	<b>2,2</b>	<b>2,0</b>	<b>2,0</b>	<b>2,0</b>	<b>2,2</b>	
+/- Muut	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	1,8	1,0	1,7	1,9	2,1	2,2	2,2	2,0	2,0	2,0	2,2	26,9
<b>Diskontattu vapaa kassavirta</b>		<b>1,0</b>	<b>1,4</b>	<b>1,4</b>	<b>1,4</b>	<b>1,4</b>	<b>1,2</b>	<b>1,0</b>	<b>0,9</b>	<b>0,9</b>	<b>0,8</b>	<b>10,3</b>
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		21,8	20,8	19,4	18,0	16,6	15,2	14,0	12,9	12,0	11,2	10,3
<b>Velaton arvo DCF</b>		<b>21,8</b>										
- Korolliset velat		-0,1										
+ Rahavarat		1,6										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		-0,6										
<b>Oman pääoman arvo DCF</b>		<b>22,7</b>										
<b>Oman pääoman arvo DCF per osake</b>		<b>9,0</b>										
<b>Pääoman kustannus (wacc)</b>												
Vero-% (WACC)		20,0 %										
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)		0,0 %										
Vieraan pääoman kustannus		6,0 %										
Yrityksen Beta		1,10										
Markkinoiden riski-preemio		4,75 %										
Likviditeettipreemio		2,00 %										
Riskitön korko		3,0 %										
<b>Oman pääoman kustannus</b>		<b>10,2 %</b>										
<b>Pääoman keskim. kustannus (WACC)</b>		<b>10,2 %</b>										

Lähde: Inderes

## Rahavirran jakauma jaksoittain



# IT-palveluyhtiöiden markkinaennusteita

IT-palveluyhtiöiden ennusteet	Liikevaihdon kasvu			EBIT-%			EPS kasvu			Keskimääräinen kasvu 2019-2021 (CAGR)		
	2019e	2020e	2021e	2019e	2020e	2021e	2019e	2020e	2021e	Liikevaihto	EBIT	EPS
Solteq	2 %	5 %	4 %	8 %	8 %	8 %	350 %	44 %	12 %	4 %	17 %	94 %
Digia	17 %	12 %	5 %	7 %	8 %	8 %	53 %	23 %	10 %	11 %	26 %	28 %
Innofactor	1 %	3 %	3 %	1 %	2 %	4 %	-117 %	67 %	120 %	3 %	n.a.	n.a.
Gofore	29 %	13 %	10 %	12 %	12 %	12 %	14 %	24 %	17 %	17 %	16 %	18 %
Vincit	13 %	8 %	6 %	12 %	13 %	12 %	-55 %	40 %	26 %	9 %	13 %	-8 %
Siili	15 %	7 %	7 %	6 %	8 %	9 %	193 %	29 %	15 %	10 %	48 %	63 %
Nixu	25 %	19 %	15 %	2 %	5 %	7 %	26 %	-138 %	138 %	20 %	n.a.	n.a.
HIQ	1 %	4 %	6 %	11 %	12 %	12 %	19 %	-3 %	7 %	3 %	8 %	7 %
KnowIT	10 %	6 %	6 %	10 %	10 %	10 %	11 %	13 %	7 %	7 %	9 %	10 %
Enea	21 %	6 %	8 %	23 %	24 %	24 %	16 %	11 %	18 %	12 %	13 %	15 %
Atos	-6 %	2 %	2 %	10 %	10 %	10 %	40 %	9 %	7 %	0 %	5 %	18 %
IBM	-3 %	3 %	2 %	18 %	19 %	19 %	9 %	4 %	7 %	1 %	10 %	7 %
Accenture	6 %	7 %	8 %	15 %	15 %	15 %	6 %	10 %	10 %	7 %	8 %	9 %
CGI	5 %	4 %	-1 %	15 %	15 %	16 %	14 %	8 %	2 %	3 %	5 %	8 %
Wipro	4 %	5 %	5 %	17 %	18 %	17 %	11 %	5 %	7 %	5 %	6 %	8 %
Tata	7 %	9 %	9 %	26 %	26 %	26 %	5 %	10 %	9 %	9 %	8 %	8 %
Capgemini	7 %	5 %	5 %	12 %	12 %	12 %	52 %	9 %	9 %	6 %	11 %	22 %
<b>Suomalaiset mediaani</b>	<b>15 %</b>	<b>8 %</b>	<b>6 %</b>	<b>7 %</b>	<b>8 %</b>	<b>8 %</b>	<b>26 %</b>	<b>29 %</b>	<b>17 %</b>	<b>10 %</b>	<b>17 %</b>	<b>28 %</b>
Pohjoismaiset mediaani	13 %	6 %	6 %	10 %	10 %	10 %	19 %	23 %	15 %	9 %	13 %	18 %
Globaalit mediaani	6 %	5 %	5 %	16 %	16 %	16 %	10 %	9 %	8 %	5 %	8 %	8 %
<b>Kaikki mediaani</b>	<b>7 %</b>	<b>6 %</b>	<b>6 %</b>	<b>12 %</b>	<b>12 %</b>	<b>12 %</b>	<b>14 %</b>	<b>10 %</b>	<b>10 %</b>	<b>7 %</b>	<b>10 %</b>	<b>10 %</b>

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

# IT-palvelusektorin yrityskauppoja pohjoismaissa

Päivämäärä	Ostaja	Kohde	Liikevaihto MEUR	EBITDA MEUR	EBITDA-%	Henkilöstö	Yritysarvo MEUR	EV/Sales	EV/EBITDA
Nov-19	Solita	Ferrologic	13,1			100			
Nov-19	Fellowmind	eCraft ja Orango							
Jun-19	Tieto	Evry	1290	180	14 %	9400		1,4x	9x
Jun-19	Digia	Accountor Enterprise Solutions	12,7	0,8		114	9,0	0,7x	6x
May-19	Eficode	Praqma (SE, NO, DK)	5,5			46			
Mar-19	Nixu	Ezenta (DK)	8,8					0,7x-0,9x	
Mar-19	Nixu	Vesper Group (SE)	2					1,0	
Mar-19	CGI (tarjous)	Acando (SE ja 2018 tot. luvut)	280	28	10 %	2100	410	1,5x	14,6x
Feb-19	Digia	Starcut	~1,5		~5 %	19			
Feb-19	Gofore	Silver Planet	7,2	1,8	0,3	40	10,8	1,5x	6,0x
Jan-19	eCraft	Evry (Fi - Dynamics toiminnot)				40			
Jan-19	Vincit	LeanCraft	3,0	>1	>30%		5,5	1,8x	5,5x
Oct-18	Elisa	Fenix Solutions	2,7	0,6	>20%		4,5-5,4	1,7x-2,0x	7,5x-9,0x
Aug-18	Infosys	Fluido	18,0				65,0	3,6	
Aug-18	Digia	Mavisystems Oy	3,2			34			
Aug-18	Gofore	Solinor	4,0	0,5	0,1	50	4,0	1,0x	7,7x
Aug-18	Siili	Vala Group (Siilin omistus 60 %)	5,8	1,4	0,2	80	6,0	1,7	7,0
Apr-18	Apax Digital Fund	Solita	76,1			650			
Mar-18	Digia	Avarea	3,6			41			
Apr-18	Sofigate	Csolutor (FI)	6,9			50			
Jan-18	Sofigate	Headstart (FI)	5,0						
Jan-18	Solteq	TM United A/S (DK)	4,8	0,5	0,1	35	3,5	0,7x	7,3x
Dec-17	Digia	Integration House	1,8			21			
Oct-17	Tieto	Avega (SE)	45,5			350	51,0	1,1x	
Sep-17	CGI	Affecto	125	6,4	0,1	1020	100,3	0,8x	15,7x
Aug-17	Visma	Infrastone	2,8			15			
Jun-17	Solteq	InPulse	4,9	0,3	0,1	60	3,5	0,7x	12x-
Jun-17	Nixu	Bitsec (SE)	2,5			20	3,1	1,2x	
May-17	Siili	Omenia	3,0	0,5	0,2	28	1,7-3,0	0,6x-1,0x	3,4x-6,0x
May-17	Nixu	Expert Solution Support Center (NED)	3,1				2,2	0,7x	
May-17	Digia	Omni Partners (ja Nord Software)	3,9			52			
Apr-17	Gofore	Leadin	3,8	0,4	0,1	43			
Apr-17	Eficode	Adage	2,6			24			
Mar-17	Solita	Palmu	7,6			62			
Feb-17	Capgemini	Idean	25,0			170			

# Bilot tiivistelmä

Tuloslaskelma	2017	2018	2019	2020e	2021e
Liikevaihto	14,8	16,6	18,5	20,3	22,1
Käyttökate	1,7	1,5	1,8	2,0	2,3
Liikevoitto	1,4	1,4	1,6	1,8	2,1
Voitto ennen veroja	1,4	1,3	1,4	1,8	2,1
Nettovoitto	1,0	1,1	1,2	1,5	1,7
Kertaluontoiset erät	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

Tase	2017	2018	2019	2020e	2021e
Taseen loppusumma	5,4	6,7	6,9	8,2	9,5
Oma pääoma	2,0	3,2	3,2	4,1	5,0
Liikearvo	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettovelat	-0,9	-1,2	-1,5	-1,9	-2,9

Kassavirta	2017	2018	2019	2020e	2021e
Käyttökate	1,7	1,5	1,8	2,0	2,3
Nettokäyttöpääoman muutos	-0,3	-0,6	0,5	-0,6	-0,1
Operatiivinen kassavirta	1,1	0,6	2,3	1,2	1,8
Investoinnit	-0,1	-0,3	-0,5	-0,2	-0,2
Vapaa kassavirta	1,0	0,3	1,8	1,0	1,7

Suurimmat omistajat	%-osakkeista
BCore Oy	77,1 %
Rednaut Oy	2,1 %
Mika Aho	1,5 %
Miika Sipilä	1,5 %
Mika Tanner	1,3 %
Mikko Koljonen	0,8 %

Lähde: Inderes

Osakekohtaiset luvut	2017	2018	2019	2020e	2021e
EPS (raportoitu)	95	108	115	0,59	0,67
EPS (oikaistu)	100	111	138	0,59	0,67
Operat. kassavirta / osake	107	59	226	0,47	0,73
Vapaa kassavirta / osake	96	26	181	0,41	0,67
Omapääoma / osake	173	315	316	1,63	2,00
Osinko / osake	101	77	57	0,30	0,33

Kasvu ja kannattavuus	2017	2018	2019	2020e	2021e
Liikevaihdon kasvu-%	4 %	12 %	11 %	10 %	9 %
Käyttökateen kasvu-%	138 %	-10 %	17 %	12 %	13 %
Liikevoiton oik. kasvu-%	291 %	-5 %	20 %	13 %	12 %
EPS oik. kasvu-%	207 %	12 %	24 %	-100 %	12 %
Käyttökate-%	11,6 %	9,3 %	9,8 %	10,0 %	10,3 %
Oik. Liikevoitto-%	9,9 %	8,4 %	9,1 %	9,3 %	9,6 %
Liikevoitto-%	9,6 %	8,2 %	8,7 %	9,0 %	9,3 %
ROE-%	54,2 %	44,2 %	36,3 %	41,1 %	36,7 %
ROI-%	61,7 %	48,7 %	48,9 %	49,4 %	45,1 %
Omavaraisuusaste	37,8 %	48,2 %	46,4 %	50,2 %	53,2 %
Nettovelkaantumisaste	-46,0 %	-39,1 %	-46,0 %	-46,6 %	-56,8 %

Arvostuskertoimet	2017	2018	2019	2020e	2021e
EV/Liikevaihto	1,3	0,9	0,8	0,7	0,6
EV/EBITDA (oik.)	10,9	10,1	8,5	7,4	6,1
EV/EBIT (oik.)	12,7	11,2	9,6	8,2	6,8
P/E (oik.)	16,8	15,0	12,1	11,3	10,1
P/B	9,6	5,3	5,3	4,1	3,4
Osinkotuotto-%	6,1 %	4,6 %	3,4 %	4,4 %	5,0 %

# Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

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

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

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

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

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

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

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

Lisää 5-15 %

Vähennä -5-5 %

Myy < -5 %

Inderesin tutkimusta laatineilla analyytikoilla 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 laiteinen analyytikon palkitsemista ei ole suoralla tai epäsuoralla tavalla sidottu annettuun suositukseen tai näkemykseen. Inderes Oy:llä ei ole investointipankkiliikeytoimintaa.

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

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

## Bilotin suurimmat omistajat (ennen antia)

Suurimmat omistajat	%-osakkeista
BCore Oy	77,1 %
Rednaut Oy	2,1 %
Mika Aho	1,5 %
Miika Sipilä	1,5 %
Mika Tanner	1,3 %
Mikko Koljonen	0,8 %



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

## Inderes Oy

Itämerentori 2  
00180 Helsinki  
+358 10 219 4690

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

## Palkinnot



STARMINE  
ANALYST AWARDS  
FROM REFINITIV



THOMSON REUTERS  
ANALYST AWARDS  
WINNER



**2012, 2016, 2017, 2018,  
2019**

Suositus- ja  
ennustetarkkuus



**2014, 2016, 2017, 2019**

Suositustarkkuus



**2014, 2015, 2016, 2018,  
2019**

Suositus- ja  
ennustetarkkuus



**2012, 2016, 2018, 2019**

Suositustarkkuus



**2015, 2018**

Suositus- ja  
ennustetarkkuus



**2017, 2019**

Suositustarkkuus



**2017**

Suositustarkkuus



**2018**

Ennustetarkkuus



**2019**

Suositustarkkuus

**Analyysi kuuluu  
kaikille.**