

Digia

Yhtiöraportti

4/2019

Edullinen tulokäännehtiö

Nostamme Digian osakkeen suosituksen osta-tasolle (aik. lisää) ja toistamme 3,10 euron tavoitehinnan. Digia on viimeisen vuoden aikana vahvistanut tarjoomaansa ja yhtiöllä on nyt kattava kokonaistarjooma, joka vastaa hyvin IT-markkinan kysyntätrendejä. Yhtiö kasvoi viime vuonna vahvasti, todisti kannattavuuskäänteen ja samalla olemme nähneet merkkejä yhtiön kilpailukyyn parantumisesta. Odotamme yhtiön kasvun ja positiivisen kannattavuustrendin jatkuvan lyhyellä aikavälillä. Pitkällä aikavälillä yhtiöllä pitäisi olla potentiaalia merkittävään tuloskasvuun kannattavuuden normalisoituessa, sillä Digia kärsii arviomme mukaan yhä muutamasta kiinteähintaisesta projektista. Digian osakkeen arvostus lukeutuu yhä selkeästi sektorin edullisimpiin, vaikka yhtiön käänne etenee ja näkymät ovat huomattavasti vuoden takaista paremmat.

Digian tarjooman kilpailukyky ja kysyntä nosteessa

Digian tarjooma kattaa pitkälle IT:n elinkaaren ja yhtiön keihäänkärkiä ovat integraatio-osaaminen, tietoturallinen ohjelmistokehitys, verkkokaupan ratkaisut ja toiminnanohjaus erityisesti kauppa-, teollisuus- ja finanssisektoreilla. Yhtiö on kehittänyt tarjoomansa voimakkaasti viimeiset vuodet useilla yrityskaupoilla ja rekrytoinneilla, luoden kattavan kokonaistarjooman, jolla yhtiö on pyrkinyt kohti kriittisen kumppanin roolia asiakkaissaan. IT-markkinaselvityksemme perusteella Digian tarjooman kilpailukyky on vahvistunut ja yhtiön perinteisten vahvuusalueiden (taustajärjestelmät, integraatio) merkitys kilpailutekijöinä ovat korostumassa. Digialla on myös omia ohjelmistotuotteita (Digia Enterprise toiminnanohjaukseen sekä DIFS-tuotepihe finanssialalle), millä on arviomme mukaan selkeä kannattavuutta parantava vaikutus. Tuoteliiketoiminnan osuus yhtiön liikevaihdosta oli 20 % ja jatkuvien tuottojen osuus 50 % vuonna 2018.

Käänne edennyt jo yli vuoden, mutta vielä ollaan kaukana potentiaalista

Digian Qt-jakautumisen jälkeen alkanut transformaatio on nyt voiton puolella ja yhtiön kannattavuuskäänte on edennyt noin vuoden ajan. Yhtiön kannattavuus (EBIT 6 %) on kuitenkin vielä kaukana potentiaalistaan ja yhtiöllä on arviomme mukaan vielä parannettava tehokkuudessa ja projektinhallinnassa. Odotamme lyhyellä tähtäimellä yrityskauppojen, uuden organisaatiomallin ja käyttöasteiden nousun mahdollistavan liikevaihdon kasvun ja asteittaisen kannattavuusparannuksen jatkumisen. Arvioimme myös vahvaa noususuhdannetta elävän IT-markkinan trendien olevan kääntymässä Digialle suotuisammiksi, kun ohjelmistokehityksen lisäksi integraatio-, ylläpito- ja taustajärjestelmäosaamisen merkitys digitalisaatoratkaisujen toteutuksessa ovat korostumassa.

Vahvaa 20 %:n tuloskasvua lähivuosina

Digia on vuoden 2017 heikon tuloksen (EBIT-% 2 %) jälkeen onnistunut kääntämään kannattavuutensa ja samaan aikaan yhtiön liikevaihto on ollut vahvalla kasvu-uralla. Arvioimme yhtiön vuoden 2019 liikevaihdon kasvavan 7 % 120 MEUR:oon ja liikevoiton nousevan 8,2 MEUR:oon tai 7 %:iin (2018: 6 MEUR tai 6 %). Vuosina 2019-2022 odotamme liikevaihdon kasvan keskimäärin noin 6 % ja liikevoitto-%:n nousevan hieman alle 9 %:iin vastaten keskimäärin 20 %:n vuosittaista tuloskasvua. Lisäksi osake tarjoaa ennusteellamme kasvavaa 4-8 %:n osinkotuottoa.

Osakkeen arvostus on hyvin houkutteleva huomioiden yhtiön todistettu käänne

Digialla on selkeää arvonluontipotentiaalia kasvun ja erityisesti kannattavuuden kautta. Yhtiö asemoituu arvostukseltaan tällä hetkellä edelleen sektorin edullisimmin arvostettujen joukkoon, vaikka tuloskäänne on todistetusti alkanut. Arvioimme aliarvostuksen kaventuvan yhtiön todistaessa käänteen kestävyuden. Varovaisilla tulosenusteillamme tavoitehintamme vastaa P/E- ja EV/EBIT-kertoimilla 13x ja 11x vuodelle 2019. Tavoitehinnalla EV/EBIT- ja P/E-kertoimen on keskimäärin 17% alle verrokkien. Nykyinen noin 11x P/E-luku (2019e) yhdistettynä lähivuosien ennustettuun noin 20 %:n tuloskasvuun tarjoaa hyvin houkuttelevan tuotto/riski-suhteen osakkeelle.

Analyytikko



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



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

Suositus ja tavoitehintaa

Osta

Edellinen: Lisää



3,1 EUR

Edellinen: 3,10 EUR

Osakekurssi: 2,66 EUR

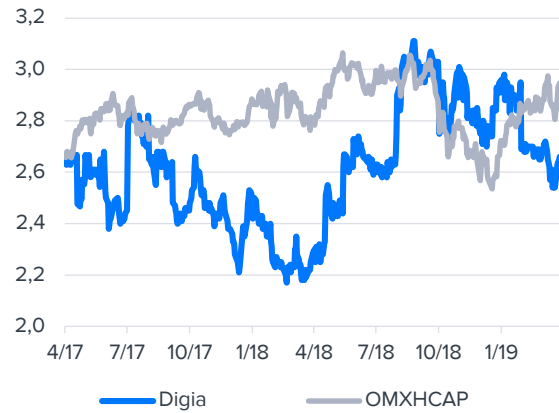
Potentiaali: 16,5 %

Avainluvut

	2018	2019e	2020e	2021e
Liikevaihto	112,1	120,2	128,6	136,3
- kasvu-%	18,6 %	7,2 %	7,0 %	6,0 %
EBIT	6,0	8,2	10,2	11,4
- EBIT-%	5,8 %	7,3 %	8,3 %	8,6 %
Tulos ennen veroja	4,7	6,6	8,1	9,1
Nettotulos	0,2	0,2	0,3	0,3
EPS	0,18	0,25	0,30	0,34
P/E	16,3x	10,8x	8,8x	7,9x
EV/Liikevaihto	0,7x	0,6x	0,6x	0,5x
EV/EBIT	15,3x	9,8x	7,6x	6,5x
Osinkotuotto-%	2,5 %	3,8 %	4,9 %	6,0 %

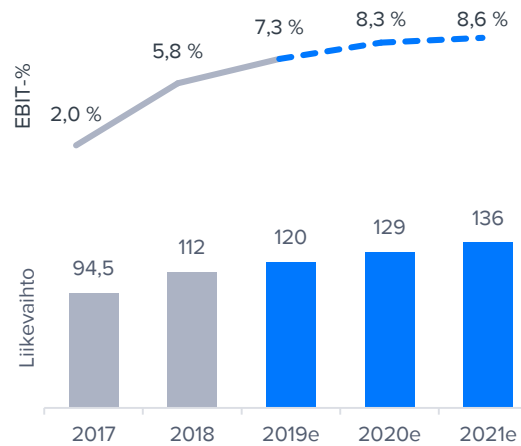
Lähde: Digia ennuste ja arvostus Inderes

Kurssikehitys

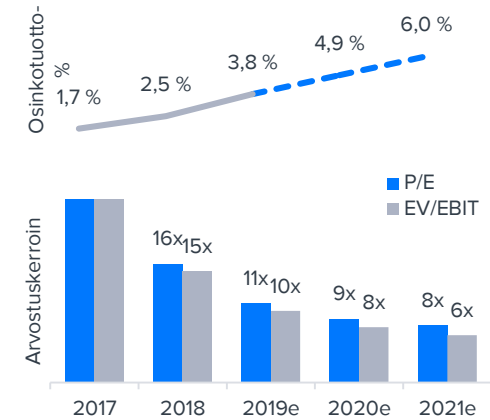


Lähde: Thomson Reuters

Liikevaihto ja liikevoitto



Arvostus



Arvoajurit

- Vahvasti kasvavat markkinat
- Markkinatrendit kääntymässä Digian tarjoamalle suotuisammiksi
- Kannattavuudessa edelleen parannuspotentiaalia
- Jatkuvat palvelut ja oma tuoteliiketoiminta
- Kilpailukyyn parantuminen
- Markkinoiden siirtyminen pilvipalveluihin (yhtiöllä ei ole omia konesaleja)

Riskitekijät

- Suurten hankkeiden projektiriskit ja asiakkaiden neuvotteluvoima
- Asemoituminen väliinpuotoajaksi suurten ja pienten toimijoiden väliin
- Kilpailukyky osajakilpailussa, korkea vaihtuvuus ja palkkainflaatio
- Yrityskauppojen integraatiot

Arvostus

- Arvostuskertoimet sektorin alimpia, vaikka tuloskäännö hyvillä raiteilla
- Edelleen nousupotentiaalia kasvun jatkuessa vahvana ja kannattavuuden normalisoituessa

Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	6-15
IT-palvelumarkkinat	16-22
Kilpailu	23-28
Strategia	29-31
Historiallinen kehitys	32-33
Ennusteet ja arvonnääritys	34-36
Taulukot	37-42
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	43

Digia lyhyesti

Digia on pääasiassa Suomen markkinalla toimiva ohjelmisto ja IT-palveluyhtiö. Yhtiön tarjonta kattaa pitkälle IT:n elinkaaren sisältäen digitaalisten palveluiden kehityksen, integraation ja datan, liiketoiminnan taustajärjestelmät sekä ylläpitopalvelut. Digia toimittaa myös kansainvälisesti.

2005

Nykyisen Digian tarinan alku

2016

Jakautuminen Qt:sta

112 MEUR (+19 % / 12 % orgaanisesti vs. 2017)

Liikevaihto 2018

6,5 MEUR (6 % l:sta vs. 2 % vuonna 2017)

Liikevoitto 2018

49% / 51% (52% / 48 % vuonna 2017)

Projekti / Palvelu- ja ylläpitotuotot liikevaihdosta 2018

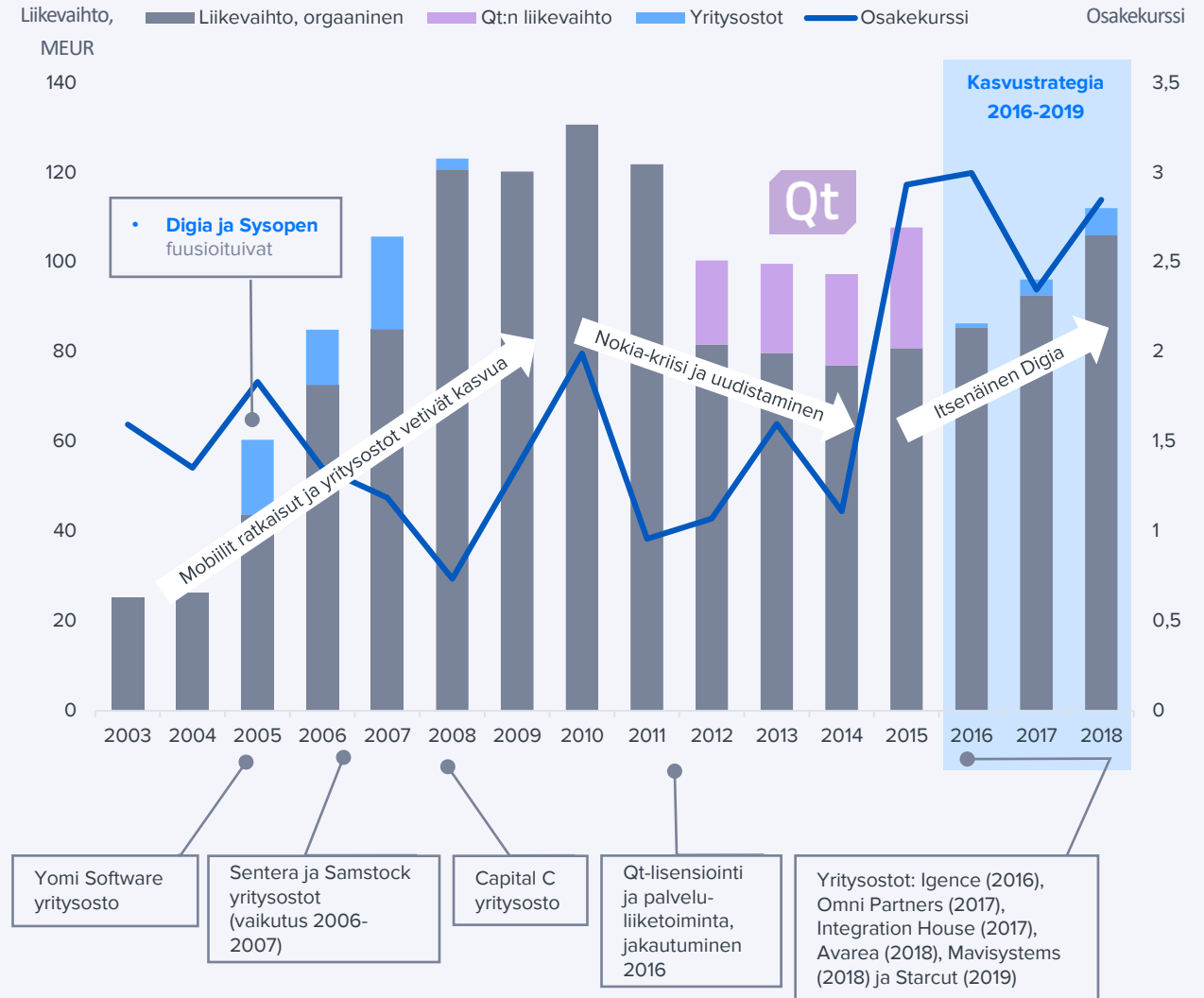
18% / 82% (24% / 76% vuonna 2017)

Tuote- / Asiantuntijaliiketoiminnan osuus liikevaihdosta 2018

1091 (1005 vuonna 2017)

Henkilöstö 2018 lopussa

Digian eri vaiheet ja liiketoiminnan kehitys



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 1/5

Yhtiökuvaus

Digia yhdistää pienen toimijan ketteryyttä ja suuren toimijan kykyä toimittaa vaativia kokonaisratkaisuja

Digia on Suomen IT-markkinalle vahvasti etabloitunut ohjelmisto ja IT-palveluyhtiö, jolla on hyvä jalansija erityisesti keskisuurissa ja suurissa yrityksissä valituilla toimialoilla kuten tukkukaupassa, teollisuudessa ja finanssialalla. Digian tarjonta kattaa laajalti IT:n elinkaaren sisältäen digitaalisten palveluiden kehityksen, integraation ja datan, tausta-järjestelmät (toiminnanohjaus) sekä 24/7-tuen ja jatkuvat palvelut. Digia pyrkii erottumaan markkinalla keskittymällä tiettyihin markkinasegmentteihin sekä yhdistämällä pienemmän toimijan ketteryyttä ja omistautumista asiakkaalle sekä suuren toimijan kykyä toimittaa myös vaativia kokonaisratkaisuja.

Digian liikevaihto vuonna 2018 oli 112 miljoona euroa ja yhtiössä oli 1091 henkilöä töissä, mikä tekee siitä Suomen IT-palvelumarkkinalla yhden suurimmista toimijoista. Maantieteellisesti yhtiö toimii Suomessa Helsingissä, Jyväskylässä, Oulussa, Raumalla, Tampereella, Turussa, Lahdessa ja Vaasassa. Lisäksi yhtiöllä on Ruotsissa Tukholmassa pieni yksikkö.

Palveluliiketoiminnan lisäksi Digialla on kaksi merkittävää tuotekokonaisuutta, jotka ovat pankki ja vakuutusosalalle tarkoitettu DiFS-tuoteperhe sekä Enterprise-toiminnanohjausjärjestelmä (ERP). Lisäksi yhtiöllä on yksittäisiä pienempiä tuoteratkaisuja. Omien tuotteiden ohella Digia on toiminnanohjausjärjestelmissä Microsoftin Dynamics 365 -tuotteen toimituksissa merkittävä toimija Suomessa.

Digia on yhtiön pitkän historian, omien ohjelmistotuotteiden ja Microsoft Dynamics -osaamisen myötä saavuttanut ja pitänyt vahvan markkina-aseman toiminnanohjausjärjestelmissä erityisesti Suomen markkinan suurissa ja keskisuurissa organisaatioissa kaupassa, tukkukaupassa,

logistiikassa, teollisuudessa ja finanssitoimialalla. Digian geeniperimä on vahvasti syvällä asiakkaiden liiketoimintakriittisissä ydinjärjestelmissä, mutta yhtiön transformaatio kohti vahvemmin kasvavia digitaalisia ratkaisuja on edennyt hyvin.

Digia on kolme vuotta sitten käynnistetyssä uudessa strategiassaan lähtenyt siirtymään portfoliomaisesta tarjonnasta kohti yhtenäisempää kokonaistarjontaa läpi IT:n elinkaaren. Tarjontaa on viime vuosina myös vahvistettu yrityskaupoin markkinan kasvavilla palvelualueilla. Tarjontaa katsoessa yhtiön vahvuudet ovat selkeästi ydinprosessien osaamisessa sekä niitä tukevissa järjestelmissä ja integraatioissa. Kasvussa olevien uusien digitaalisten palveluiden tarjontaa ja osaamista Digia lähti vahvistamaan takamatkalta verrattuna kilpailijoihin ja on kasvanut siellä jo hyvin kilpailukykyiseen kokoluokkaan Suomen mittakaavassa, mistä hyötyjä alettu nähdä useammissa asiakastoimituksissa. Vuoteen 2019 lähdeittäessä yhtiön tarjooman palaset alkavat olla kasassa ja samalla käsityksemme mukaan yhtiön asiakkaissa kysyntä laajemmille koko elinkaaren osaamiskokonaisuuksille on nostamassa päätään. Kasvustrategian rakennusvaihe näkyi yhtiön heikkona kannattavuutena vuosina 2016-2017 ja viime vuonna kannattavuuskäänne eteni kokonaisuutena kohtalaisesti.

Takana useita merkittäviä rakennemuutoksia

Digia on käynyt läpi historiassaan useamman suuren muutoksen, kuten mobiili liiketoiminnan hiipumisen Nokia-kriisissä sekä Qt-ohjelmistokehitystyökulun oston ja tästä liiketoiminnasta jakautumisen.

Nykyisen Digian tarina merkittävänä pelurina Suomessa alkoi vuonna 2005, kun Sysopen fuusioitui Digian kanssa. Tällöin SysopenDigiasta tuli yksi maailman ensimmäisistä listatuista kokonaisvaltaisista Symbian-kehittäjistä. Vuoteen 2010 asti telekommunikaatioliiketoiminta yhdessä yritysostojen

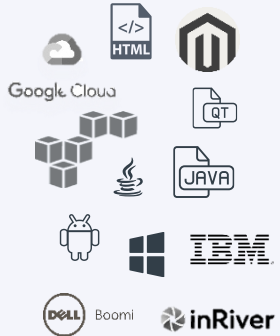
kanssa veti yhtiön kasvua. Symbianin ja Nokian puhelinliiketoiminnan romahdus vuonna 2011 veti kuitenkin koko Digian kehityksen rajulle lasku-uralle ja yhtiö joutui uusiutumaan voimakkaasti. Vuonna 2011 yhtiö osti Nokialta Qt-lisensointi- ja palveluliiketoiminnan ja vuonna 2012 Digia osti Nokialta lisäksi avoimen lähdekoodin lisensoinnin, tuotekehityksen ja koko Qt-ohjelmistoteknologian tekijänoikeudet. Qt-kaupan jälkeen Digia investoi merkittävästi Qt-liiketoiminnan rakentamiseen ja kasvattamiseen ja sopeutti ja tervehdytti IT-palveluliiketoimintaa sen kysynnän romahduksen jälkeen.

Qt-kaupan jälkeen Digian palveluliiketoiminta toimi pitkälti kassavirtakoneena, jolla yhtiö rahoitti investointeja Qt:n teknologiaan. Palveluliiketoiminta nousi hyvin kannattavaksi, mutta sen kasvu oli vaatimatonta ja liiketoiminta oli enemmän ”kassavirtatilassa”. Qt-kauppa oli Digian omistaja-arvon kannalta erittäin onnistunut liike, mutta sen kääntöpuolena oli, että IT-palveluliiketoiminnan kehittämiseen ei investoitu olennaisesti ja siltä puuttui itsenäinen kasvustrategia. Siten Qt:n ja Digian jakautuminen keväällä 2016 oli kokonaisuuden kannalta hyvä ajankohta eriyttää liiketoiminnat toisistaan.

Jakautumisen jälkeen itsenäinen Digia uudisti strategiansa ja lähti tavoittelemaan kasvua. Vuosina 2016-2018 yhtiö uudisti organisaatiotaan ja vahvisti digitaalisia palveluitaan sekä integraatio-, Microsoft Dynamics- ja analytiikka-osaamista viidellä pienellä yritysostolla.

Historia on tuonut Digialle mukanaan vahvuuksia, kuten yhtiön muutoskyvyn, sillä kaikki toimijat eivät ole elpyneet Nokia-kriisistä yhtä onnistuneesti. Uudistumiskyky on tärkeä vahvuus IT-markkinan kiihtyvässä muutoksessa. Lisäksi yhtiöllä on historian ansiosta vahvoja asiakkuuksia ja toimialaosaamista, omaa tuoteliiketoimintaa sekä uskottavuutta.

Kumppanit



Teknologiatoimittajat ja -yhteisöt



Alihankkijat, resurssivuokraajat

Toiminnot

- Rekrytointi
- Myynti
- Toimitusprojektit
- 24/7-tuki ja jatkuvat palvelut
- Omien ohjelmistojen tuotekehitys

Osaamisalueet

- Digitaaliset palvelut
- Integraatio ja analytiikka
- Tausta-järjestelmät ja omat ohjelmistot
- Tietoturvallinen ohjelmistokehitys
- Ylläpito

Liiketoimintaidea

Digia on asiakkaan digitaalisen liiketoiminnan uudistaja

Tarjooman ytimen muodostavat dataohjautuvat liiketoimintaratkaisut ja liiketoiminta-alustat



- Kasvavat digitaaliset palvelut
- Integraatio- ja ohjelmistorajapinta-osaaminen
- Omat ohjelmistoratkaisut
- Jatkuvat 24/7 palvelut

Tavoitteet

Digia ohjeistaa liikevaihdon ja liikevoiton kasvua vuonna 2019.

Vuosina 2016-2019 Digia tavoittelee keskimäärin 15 %:n vuosikasvua

Kilpailu



Asiakassegmentit

- Pääfokus Suomen alueella
- Eriyisosaamista valituilla toimialoilla (mm. finanssi, teollisuus, tukkukauppa ja julkishallinto)
- Kilpailuetu keskisuurissa ja suurissa paikallisesti toimivissa yrityksissä

Kustannusrakenne

1091 hlö (2018)
103 m€ (2018)



Henkilöstökulut
(74 % kustannuksista)

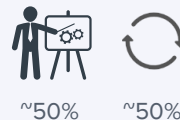


Alihankkijat ja ostot
(12 %)



Liiketoiminnan muut kulut
(14 %)

Projekti- sekä Palvelu- ja ylläpitoliketoiminnan osuus



~50% ~50%

Tuote- ja palveluliiketoiminnan osuus



~20% ~80%

Tulovirrat

Liikevaihto 112 m€
EBIT 6,5 m€ (2018)



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 2/5

Digian historian tuomat heikkoudet liittyvät lähinnä yhtiön toiminnan osittaiseen painottumiseen IT-markkinan hitaammin kasvaville osaamisalueille ja projektiliiketoimintaan. Muuntautuminen projektivetoisista taustajärjestelmistä kohti liiketoimintalähtöisempää palveluliiketoimintaa vaatii muutosta organisaatioon ja kulttuuriin ja vie aikaa. Tämä muutosprosessi on arviomme mukaan näkynyt erityisesti vuosina 2016-2017 yhtiön taloudellisessa kehityksessä.

Osaamisalueet ja liiketoimintamalli

Digitaaliset palvelut ja asiakaskokemus

Digia on viimeisten vuosien aikana panostanut paljon digitaalisten palveluiden kehitysosaamiseen vahvistaakseen kokonaistarjoomaansa sekä saadakseen osuutta tällä kasvavalla alueella. Yhtiö on vahvistanut osaamista rekrytoinneilla sekä neljällä kohdennetulla yritystostolla viimeisen reilun parin vuoden aikana. Digitaaliset palvelut sisältävät verkkokaupankäynnin, mobiilipalvelut, sähköisen asioinnin, data ja analytiikan sekä digitransformaation erikoituneen konsultoinnin. Digitaaliset palvelut työllistävät yli 200 henkilöä, joista valtaosa on ketterän sovelluskehityksen, verkkokaupan ja data/analytiikan alueilla sekä muutamia kymmeniä konsultoinnissa.

Digian vahvuus tällä alueella on moniulotteisissa dataohjautuvissa verkkopalveluissa ja verkkokaupassa, erityisesti monikanavaisissa ratkaisuissa (fyysisen ja digitaalisen maailman yhdistyminen), mitä tukee erityisesti yhtiön toiminnanohjausjärjestelmä- ja integraatio-osaaminen.

Yhtiö on käsittäksemme onnistunut hyvin laajentumisessa verkkokaupparatkaisuihin sekä niiden liittymisessä osaksi muuta tarjoomaa. Kysyntä näissä ratkaisuissa on tällä hetkellä kovaa ja yhtiö pyrkii kiihdyttämään vauhtia saadakseen suuremman osan

tästä kasvavasta markkinasta. Näin ollen Digia rekrytoi jatkuvasti ja sovittaa tarjoomaa markkinakysynnän mukaan. Kasvun pullonkaulana tällä alueella on edelleen osaajien saatavuus.

Integraatio ja tiedon hyödyntäminen

Digian integraatio-osaaminen yksi vahvimpia Suomessa sekä yksi yhtiön keihäänkärjistä. Integraation ja tiedon hyödyntämisen alueella työskentelee noin 300 henkilöä. Integraatio osaamisen kysyntä on edelleen vahvaa ja kasvun pullonkaulana on osaajapula. Integraatiokyvykyys ja etenkin ohjelmointirajapinta (API) -kyvykyys on yhtiölle tärkeä kilpailuetu sekä osaamisalueena sen merkitys on nykyisessä markkinassa korostumassa. Teknologioiden osalta yhtiö käyttää IBM, Microsoft, Oracle, MuleSoft, RedHat, FRENDS, Dell Boomi, Apache ServiceMix, QlickView ja Digia iSuite -teknologioita integraatio- ja analytiikkatoimituksissaan. Integraatiotoimitukset ovat pääasiassa projektilaskutusta, mutta niihin liittyy myös jatkuvia ja skaalautuvia toimitusmalleja.

Digian dataan liittyvä tarjonta sisältää tiedon hallinnan, visualisoinnin ja analytiikan ratkaisuja aina tiedon varastoinnista ja ydintiedon hallinnasta ennakoivan analytiikan ratkaisuihin. Digia hyödyntää analytiikkaa läpi tarjoomaansa. Yhtiö vahvisti edelleen analytiikka-osaamista viime vuonna edistyksellisiin analytiikkaratkaisuihin erikoistuneella yritystostolla.

Toiminnan-ohjaus, asiakkuuden hallinta ja räätälöidyt asiakasratkaisut - ERP

Digian tarjonta liiketoiminnan taustajärjestelmissä sisältää toiminnanohjausta (ERP), tuotannonohjausta ja henkilöstönohjausta (CRM). Toiminnanohjaus-yksikössä työskentelee yli 200 henkilöä. Tarjonnassa yhtiö on keskittynyt pääasiassa kahteen teknologiaan: omaan Enterprise-tuotteeseen sekä Microsoftin

Dynamics-tuotteisiin. Toimituksista valtaosa on Enterprise- ja Dynamics -toiminnanohjausjärjestelmien toimituksia ja murto-osa muiden tuotteiden tai räätälöityjen ratkaisujen toimituksia.

Kyseiset järjestelmätoimitukset ovat pääosin asiakkaille liiketoimintakriittisiä, mikä tekee asiakassuhteista syviä ja pitkäaikaisia. Tässä liiketoiminnassa ostosykli on pitkä ja toimittajan maine, referenssit ja uskottavuus ovat tärkeässä roolissa. Liiketoiminta jakautuu nykyisten asiakkaiden järjestelmien modernisointiin sekä uusiin asiakkuuksiin, joissa kyseeseen voi tulla koko alustan vaihtaminen. Lisäksi kasvavassa määrin tätä liiketoimintaa ajaa nykyisten järjestelmien vieminen pilveen sekä uudistaminen toimimaan alustana uusille digitalisaatoratkaisuille, jolloin näiden järjestelmien toimituksiin liittyy yhä useammin Digian muita palvelualueita.

Toiminnanohjauksessa Enterprise on Digian kärkituote, joka on yhtiön mukaan segmentissään ainoa kotimainen kehittyvä ERP. Tuote istuu erityisesti tukkukaupan tarpeisiin ja yli 30 miljoonan euron liikevaihtoluokassa oleviin yrityksiin. Koska kyseessä on Digian oma tuote, pystyy yhtiö räätälöimään kilpailutilanteen ja asiakkaan tarpeen mukaan toimituksen lisenssi-, projekti- ja ylläpito-osioiden hinnoittelua, mikä tuo kilpailuetua. Käsitksemme mukaan Enterprise on Suomen markkinalla omissa segmenteissään kilpailukykyinen tuote, mutta sen markkinapotentiaali on rajallinen. Digia kehittää ja modernisoi tuotetta vielä voimakkaasti kuluvana vuonna, jotta sitä voitaisiin laajentaa uusiin asiakassegmentteihin ja se olisi entistä skaalautuvampi. Tällä hetkellä tuote on vielä paikallisesti asennettava, mutta yhtiön kehitystyö keskittyy myös sen viemiseksi pilviympäristöön. Enterprisella on yli sata käyttäjäorganisaatiota tällä hetkellä ja asiakaspito on hyvällä tasolla.

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 3/5

Microsoftin Dynamics 365 on toiminnanohjauksessa Digian toinen pääteknologia. Digian kilpailuetu tuotteen myynnissä ja integroinnissa on tekninen osaaminen. Microsoftin ERP-ratkaisujen siirtymä pilveen on muuttanut viime vuosina markkinan tasapainoa ja Digia on onnistunut kilpailussa käsityksemme mukaan hyvin. Pienempiin asiakkaisiin Digialla on tarjota pilvipohjainen Microsoftin Business Central -ratkaisu.

Yhtiön mukaan Dynamics 365 tuotteen markkinoita jaetaan vielä vuonna 2019. Yhtiö on tällä hetkellä yksi Suomen suurimpia Dynamics 365 -toimittajia. Yhtiö vahvisti vuoden 2018 lopulla Dynamics-osaamista pienellä yrityskaupalla ja tällä hetkellä Digialla on noin 100 omaa henkilöä töissä Dynamics 365:n parissa. Liiketoimintamallina tämä alue sisältää lisenssien jälleenmyyntiä, projektitoimituksia ja ylläpitoa.

Digia tarjoaa myös tietyille asiakkailleen kyberturvallisuuteen liittyviä palveluita ja turvasektorin ratkaisuja. Kyberturvallisuuden palveluita ovat mm. konsultointi, auditoinnit, koulutus, ratkaisujen toteutus projekteissa sekä niiden ylläpito hyödyntäen omia tuotteita ja IPR:ä, sekä partnereiden ratkaisuja. Turvasektorin ratkaisuissa tarjonta kattaa korkeampia turvasoja vaativien tietojärjestelmien tuottamisen ja ylläpidon. Turvaluokiteltujen hankkeiden, palveluiden ja tuotteiden toteutukseen Digialla on CISSP -sertifioituja asiantuntijoita sekä auditoidut (ST4 ja ST3) tuotantotilat. Alueiden parissa työskentelee noin 100 henkilöä riippuen tilanteesta. Näin ollen kyberturvan liiketoiminta on merkittävä osa jo nyt ja yhtiö odottaa sen edelleen kasvavan. Yhtiön tuotteet ja palvelut ovat normaalisti asiakkaille liiketoimintakriittisiä. Asiakkaina yhtiöllä on tärkeimmät turvasektorin viranomaiset ja merkittävät turvallisia ratkaisuja tarvitsevat muut viranomaiset. Kyberturvallisuuden asiakkaat ovat eri sektoreilta, julkishallinnosta telekommunikaatioon.

24/7-tuki, ylläpito ja jatkuvat palvelut

Digian yhteiset palvelut ja ylläpito sisältävät yhteisen myynnin, testauspalvelut, arkkitehtipalveluita, 24/7-tuki,

ylläpidon ja jatkuvat palvelut. Digialla ei historiassa ollut merkittävästi jaettuja palvelualueita yhtiön toimiessa hyvin portfoliolähtöisellä toimintamallilla, jossa eri toiminnoille oli omat tukitoiminnot. Yhtiö onkin viime vuonna alkanut yhtenäistämään ja automatisoimaan tukitoimintoja, minkä myötä yhtiö odottaa niin kasvua kun myös skaalautuvuuden parantamista.

Yhteiset palvelut ja -toiminnot sekä 24/7-tuki ja jatkuvat palvelut työllistävät vajaa 100 henkilöä. Toiminta on vahvasti jatkuvan luonteista, skaalautuu kohtalaisesti ja tukee luontaisesti yhtiön muita palvelualueita. Ylläpitokyvykyys on ollut monille sektorin kasvaville ohjelmistokehittäjille haastava osaamisalue rakentaa sen erilaisen kulttuurin ja osaajaprofiilin takia, minkä takia ylläpito-osaaminen on yksi kilpailutekijä Digialle. Yhtiö on rakentanut ylläpito-organisaatiotaan onnistuneesti rekrytoimalla tälle alueelle sopivia osaajaprofiileja. Viimeaikoina IT-markkinalla monet yhtiön kilpailijat ovat aktivoituneet ylläpitokyvykyden vahvistamisessa.

Digian tyypilliset asiakkuudet

Digia on viimeiset vuodet kehittänyt tarjontaansa aikaisemmasta portfolionäkökulmasta vahvemmin kokonaistarjonnan suuntaan. Taustalla on asiakkaiden kysyntä ketterälle toimijalle, joka voi toimittaa myös laajemman kokonaisuuden ja pystyy auttamaan asiakasta ratkaisemaan digitalisaatiomurrokseen liittyviä laajempia haasteita pistemäisten ratkaisutoimitusten sijaan. Asiakkaat hakevat nyt digitalisaation kautta kasvua, mutta vakiintuneet järjestelmät saattavat olla digitalisaation jarruna. Tällöin Digialla on hyvät mahdollisuudet myydä kaikki elinkaaren vaiheet (digitaaliset palvelut, integraatio, toiminnanohjauksen modernisointi ja ylläpito), mikä toimii kilpailuetuna erityisesti pienempiä kilpailijoita vastaan.

Digian kokonaistarjoonnan osalta asiakaskoko on tyypillisesti 100-1000 MEUR välillä. Optimaalinen asiakaskoko riippuu hieman palvelualueesta, mutta yhtiön vahvuusalueita ovat julkishallinto ja yritykset,

jotka ovat suurimmille generalisteille liian pieniä ja pienemmille toimijoille liian isoja. Yksittäisillä tarjoama-alueilla yhtiö voi olla täysverisessä kilpailussa generalisteja vastaan Suomen suurimmista yrityksistä ja asiakkaita kilpailtaessa. Yhtiön asiakkaina on 8/10 Suomen suurimmista yhtiöistä.

Tyypillisesti Digian asiakkaila ei ole niin paljon omaa osaamista hallita kokonaisuuksia ja ne tarvitsevat vahvan toimittajan johtamaan koko hankintaketjua. Suuremmassa asiakaskokoluokassa kilpailu on myös kovempaa. Lähtökohtaisesti yhtiö tavoittelee vuositasolla arvoltaan miljoonaluokan asiakkuuksia. Ostajana asiakasorganisaatioissa toimii yleensä tietohallinto ja liiketoimintajohto. Digia on henkilöstön koulutuksella hakenut muutosta, jotta yhtiön myynti palvelisi enemmän myös asiakkaan liiketoimintaa.

Palvelualueiden synergiat

Digian eri palvelualueiden synergiat liittyvät koko elinkaaren kattavan tarjoon myymiseen, joka voi lähteä joko front-end tai back-end tekemisestä. Lisäksi yhteisillä palveluilla resursseja voidaan jakaa yli palvelualueiden rajojen.

Yhtiön mukaan nykyään yhä useampaan asiakkuuteen liittyy useita Digian palvelualueita ja tämä toimii niin asiakkuuden laajentamisessa kun myös uusasiakashankinnassa. Isossa kuvassa eri palvelualueiden synergioissa ollaan kuitenkin todennäköisesti vielä alkumatkalla ja on vielä vaikea sanoa, missä suhteessa tuleva Digian kilpailuetu syntyy kokonaisuuksista ja missä suhteessa yksittäisistä vahvoista osaamisalueista. Asiakkaiden ratkaisujen kompleksisuuden lisääntyessä tulee Digian laajan tarjoon merkitys korostumaan entisestään. Kannattavuuden perusteella yhtiöllä on ollut vielä uudistuneessa organisaatiossa myös selkeää tehottomuutta sekä haasteita projektihallinnassa ja käyttöasteissa. Käyttöasteet ja projektinhallinta paranivat viime vuonna, mutta tilaa pitäisi olla hyvin edelleen parantaa.

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 4/5

Digian pääosin tarjoomalähtöisen mallin vahvuutena on huippuosaamisen keskittyminen tarjoomien ympärille ja resursoinnin tehokkuus. Mallin heikkous verrattuna asiakaslähtöiseen organisaatiomalliin on se, ettei asiakas ohjaa toimintaa niin vahvasti.

DiFS-ratkaisualue

Digian finanssiliiketoiminta sisältää DiFS-ratkaisut ja -tuotteet. Tämä ratkaisualue on hieman irrallinen yhtiön muusta tarjoomasta ja sen synergiat ovat rajallisia. Arviomme mukaan tämä liiketoiminta tuotteineen voisi olla irrotettavissa Digiasta, mutta käsityksemme mukaan yhtiö panostaa parhaillaan myös tämän liiketoiminnan kasvuun osana Digiaa.

Digiolla on pitkä historia finanssitoimialalta ja yhtiölle on vuosien varrella kehittynyt Suomessa oma vakituinen asiakaskunta tälle alueelle. Yhtiö tarjoaa finanssitoimijoille omaa Digia Financial Systems (DiFS) -tuoteperhettä. Lisäksi yhtiö on tarjoaa asiakkailleen back-office -palveluita. DiFS-tuotealue työllistää noin 100 henkilöä. Yhtiöllä on vahva markkina-asema erityisesti eläkevakuuttamisessa ja varainhoidossa pienissä ja keskisuurissa asiakkaissa.

Digian oma DiFS-tuoteperhe sisältää ratkaisut muun muassa rahastoyhtiöiden, sijoituspalveluyritysten, varainhoitajien, arvopaperivälittäjien, omia salkkujaan hallinnoivien instituutioiden ja pankkien tarpeisiin. Tuotetta kehitetään jatkuvasti, mutta pääasiassa asiakastarpeiden mukaan.

Back office -palvelut liittyvät rahastojen hallinnointiin, arvonlaskentaan ja arvopaperisalkkujen ylläpitoon. Back office -palvelu on jatkuvaa palvelua, missä yhtiö hyödyntää myös omia järjestelmiään. Digia näkee, että palvelua voidaan skaalata edelleen, minkä takia sille haetaan kasvua erityisesti pienistä ja keskisuurista back office -toiminnoista.

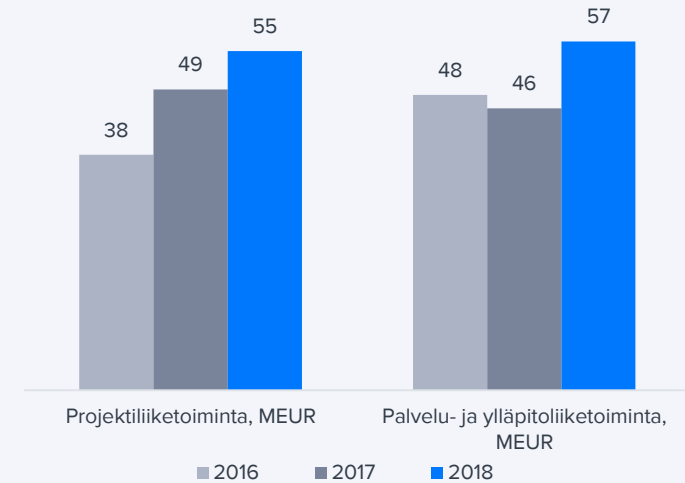
Tuoteliiketoimintojen ja jatkuvien palveluiden rooli liiketoiminnassa

Digian liiketoimintamallin yhtenä vahvuutena on jatkuvien palveluiden suhteellisen suuri osuus (noin puolet). Yhtiön pidemmän aikavälin tavoitteena on kasvattaa palveluliiketoiminnan osuutta liikevaihdosta projektivaihetta seuraavilla palvelusopimuksilla, jotka kattavat palvelun koko elinkaaren.

Digian projektiliiketoiminta veti kasvua vahvemmin vuosina 2016-2017, kun taas vuonna 2018 kasvua veti pidemmän aikavälin tavoitteiden mukaisesti palvelu- ja ylläpitoliiketoiminta. Yhtiön projektiliiketoiminta kasvoi viime vuonna 13 % 55 MEUR:oon ja oli 49 % (2017: 52 %) yhtiön liikevaihdosta. Palvelu- ja ylläpitoliiketoiminnan liikevaihto taas kasvoi 24 % 57 MEUR:oon ja oli 51 % liikevaihdosta (2017: 48 %).

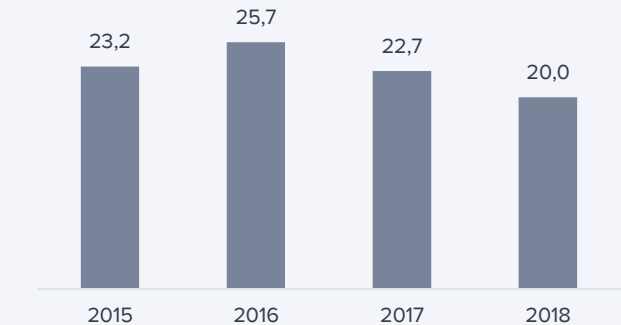
Tuoteliiketoiminnan liikevaihto laski vuonna 2018 12 % 20 MEUR:oon ja oli 18 % liikevaihdosta (2017: 24 %). Viimeisen kolmen vuoden aikana tuoteliiketoiminnan absoluuttinen taso on laskenut noin 3 MEUR:lla vuosina 2017 ja 2018. Viime vuoden lasku johtuu osin siirtymästä lisenssimyynnistä tuotteiden jatkuviin palvelusopimuksiin, koska tällöin myynti kirjataan tuoteliiketoiminnan sijasta palveluliikevaihtoon. Lisäksi arviomme mukaan erityisesti Enterprise-tuote on kasvunäkymiltään yhtiölle melko vakaa tuote ja Digian kannattavuuteen sillä pitäisi olla selkeästi positiivinen vaikutus. DiFS-tuoteperhe kasvoi ymmäryksemme mukaan myös, vaikka automaatio luo hintapainetta.

Liikevaihto



Lähde: Digia

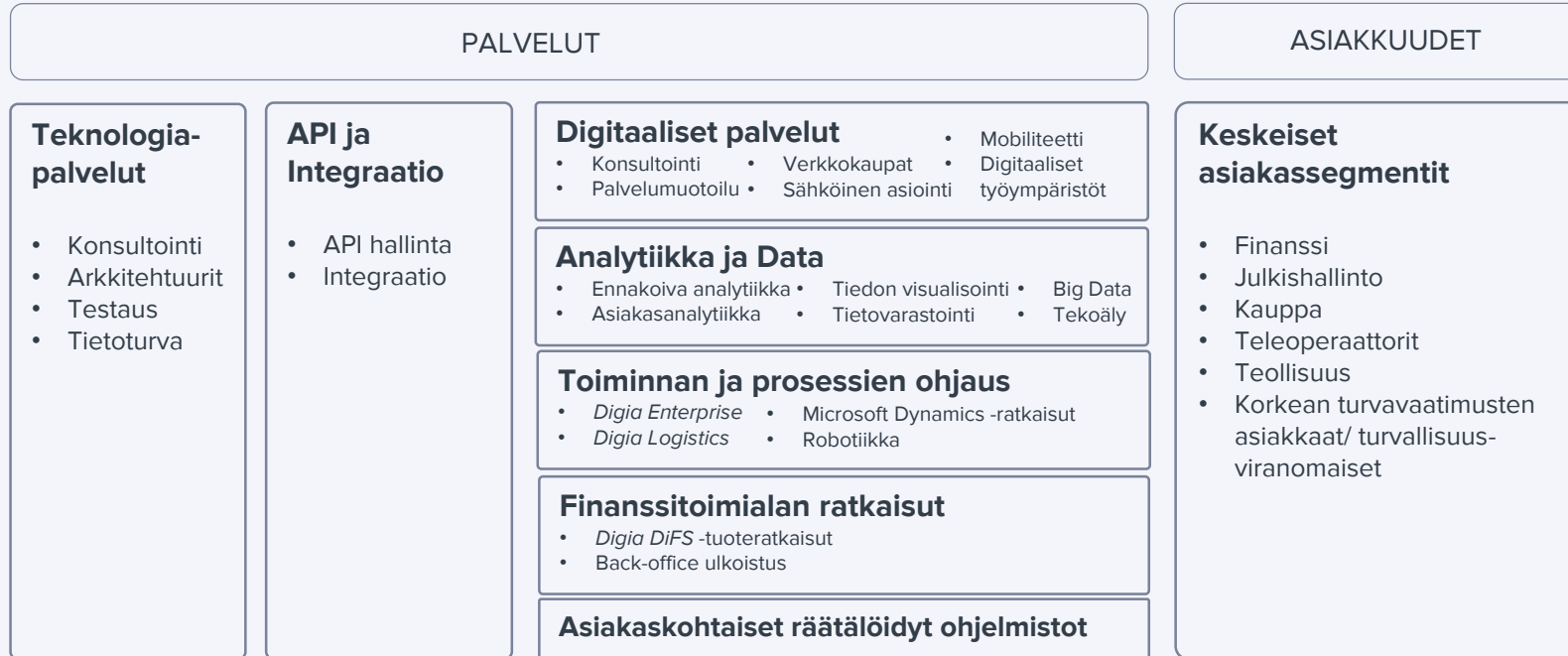
Tuotemyynnin liikevaihto



Lähde: Digia

Digian palvelualueet

Kyvykkyys toimittaa kokonaisratkaisuja erottumistekijänä



Asiakkaan IT:n elinkaaren vaiheet ja Digian palvelualueet



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 5/5

Palvelualueiden pääkilpailijat

Digian päämarkkina on tällä hetkellä Suomessa. Digialla on historiallisesti ollut myös enemmän kansainväistä liiketoimintaa, mutta ainoastaan pientä lähinnä finanssitoimialaan liittyvää toimintaa on enää jäljellä Ruotsissa. Yhtiöllä ei myöskään ole suurempia tavoitteita kansainväliselle laajentumiselle käsityksemme mukaan.

Digian keskeisiä kilpailijoita ovat:

- Suuret IT-generalistit (kuten Accenture, Tieto, CGI) ovat yhtiölle relevantteja kilpailijoita käytännössä kaikilla palvelualueilla.
- Toiminnanohjauksessa yhtiön keskeisiä kilpailijoita Suomessa ovat CGI, eCraft, Solteq ja Evry.
- Digitaalisten palveluiden kehityksessä kilpailukenttä on hyvin pirstaleinen ja toimijoita ovat esimerkiksi Vincit ja Reaktor.
- Enterprise-tuotteen kilpailijoita ovat ruotsalainen IFS, osin suuremmat ERP:t (Oracle, SAP) sekä pienemmät valmisohjelmistot (Visman tuotteet).
- Kokonaisratkaisujen kyvykkyyden tasolla moni pienempi toimija markkinalla on kehittämässä tarjoomaansa Digian kanssa samaan suuntaan ja kilpailukentän evoluutio on nopeaa. Nykyisellään Digian tarjooma ylätasolla muistuttaa jonkin verran esimerkiksi Siiliä, mutta käsityksemme mukaan yhtiöt eivät juurikaan kohtaa kilpailussa.

Vahvuudet ja heikkoudet kilpailussa

Digian vahvuuksia kilpailussa näkemyksemme mukaan ovat:

- Vahva ja etabloitunut markkina-asema ja asiakaskunta päämarkkinalla Suomessa erityisesti toiminnanohjauksessa
- Kyky toimittaa laajoja kokonaisuuksia (sisältäen

front-end ja back-end) myös haastaviin asiakastarpeisiin

- Integraation, toiminnanohjauksen ja verkkokaupparatkaisujen osaaminen
- Osaaminen tietyillä toimialoilla (kauppa, finanssi, valmistava teollisuus, logistiikka ja julkishallinto)
- Omat teknologiat ja osaaminen tietyissä teknologioissa (kuten Microsoft Dynamics ja Magento)
- Jatkuvien palveluiden osuus ja syvät asiakassuhteet liiketoimintakriittisissä järjestelmissä
- Digia pystyy edelleen lyhyellä tähtämellä kasvamaan arviomme mukaan orgaanisesti ilman tarvetta mittaville rekrytoinneille

Yhtiön keskeisiä heikkouksia kilpailussa mielestämme ovat:

- Palveluliiketoiminnan kannattavuus on arviomme mukaan edelleen sektoria huomattavasti heikompi, johtuen muutamasta kiinteähintaisesta projektista
- Projektipohjainen liiketoimintamalli ja altistuminen kannattavuutta herkästi heikentäville projektiyhteyksille
- Yhtiön tarjooman yhtenäistäminen on vielä kesken ja synergioiden realisoitumiseen mittakaavaan liittyy vielä epävarmuutta
- Organisaatiomallin ja kulttuurin sovittaminen markkinan muuttuneisiin tarpeisiin on vielä kesken
- Yhtiö on imagoltaan vielä profiloitunut liiketoiminnan taustajärjestelmiin (back-end), kun markkinan kysyntä on ollut vahvasti asiakas- ja liiketoimintalähtöisessä ohjelmistokehityksessä (front-end), jota yhtiö on kasvattanut huomattavasti viime vuosien aikana

Sijoitusprofiili

Sijoitusprofiili

Digia on matkalla ulos alisuorittajan lokerosta

Sijoittajille Digia profiloituu IT-markkinan murrosyhtiöksi, joka on käynyt läpi suuria muutoksia ja saanut pakkansa koottua uudestaan. Viime vuonna yhtiö eteni hyvin usealla rintamalla, mutta parannettavaa on edelleen paljon. Yhtiön kasvu on kääntynyt vahvalle kasvu-uralle myös orgaanisesti katsottuna ja kannattavuus on kääntynyt myös positiiviselle trendille. Tämä heijastui osittain osakkeeseen viime vuonna. Digiaa hinnoitellaan kuitenkin edelleen markkinan alisuorittajien joukkoon, vaikka käänne on edennyt hyvin ja yhtiön suhteellisen korkea jatkuvan liiketoiminnan osuus voisi oikeuttaa korkeamman hinnoittelun. Digia on yhtiön historiallisen (2016-2017) heikon tuloskehityksen myötä myös osakkeena edelleen katveessa markkinan historiallisesti vahvemmin kasvaneisiin ”kuumiin” yhtiöihin sektorilla (Siili, Gofore, Vinct, Nixu). Yhtiössä on näkemysmme mukaan hyvää tuottopotentiaalia useammasta näkökulmasta tarkasteltuna osakkeen nykyisellä hintatasolla.

Digia mielletään hitaan kasvun alueille asemoituvaksi toimijaksi, vaikka yhtiö kasvaa voimakkaasti

Vaikka IT-markkinat ovat hyvässä kasvussa, Digia ei tällä hetkellä profiloitu markkinalla vahvasti kasvavien voittajien joukkoon. Viime vuonna yhtiö onnistui kuitenkin kasvamaan voimakkaasti niin orgaanisesti kuin yrityskauppojen vetämänä. Nykyisten markkinatrendien myötä Digian perinteiset vahvuudet (toiminnanohjaus ja integraatio) ovat nousemassa korkeampaan arvostukseen ja mahdollistaen kasvun jatkumisen. Yhtiö on myös viimeisen parin vuoden aikana vahvistanut digitaalista palveluntarjontaansa useammalla yrityskaupalla ja saanut näin levennettyä tarjoomansa alkupäätä. Näin ollen yhtiöllä pitäisi nyt

olla parempi asema kokonaisratkaisujen toimittajana. Mikäli yhtiö onnistuu nostamaan profiliaan todistamalla kokonaistarjooman kilpailuedun liikevaihdon kasvulla ja kannattavuudellaan, tulevat sijoittajat hyväksymään yhtiölle korkeamman arvostustason. Osaketta hinnoitellaan edelleen matalalle todennäköisesti osin siksi, että Digia mielletään vielä markkinan vanhoille, hiipuville alueille asemoituvaksi toimijaksi.

Kannattavuusparannus edelleen osakkeen ajurina

Digia tavoittelee voimakasta 15 %:n kasvua orgaanisesti ja yritysostojen kautta. Strategia on kasvuhakuinen, mutta yhtiön arvonluonti tällä hetkellä tulee mielestämme edelleen vahvasti kannattavuudesta. Yhtiön kannattavuus kehittyi suotuisasti viime vuonna ja arvioimme mukaan yhtiöllä on edelleen hyvät edellytykset parantaa kannattavuutta kohti omaa historiallista ja sektorin keskimääräistä noin 10 %:n tasoa. Emme kuitenkaan ennusta, että yhtiö onnistuisi vielä lähivuosina nostamaan kannattavuuttaan sektorin tasolle. Osakkeen nousupotentiaaliin riittää kuitenkin ennusteemme mukainen 7-9 %:n kannattavuus. Pitkällä aikavälillä Digian arvonmuodostus tulee näkemysmme mukaan koostumaan yhtiön kyvystä saada yrityskaupat ja aikaisempi portfolionäkökulma kilpailukykyiseksi kokonaisuudeksi. Tällöin odotamme synergioiden alkavan realisoitua vahvemmin ja näkyvän niin vahvempana kasvuna kuin myös sektorin kontekstissa vertailun kestäväenä kannattavuutena.

Digia on edennyt oikeaan suuntaan transformaatioissaan ja siirtynyt pois alisuorittajien lokerosta. Yhtiötä arvostetaan kuitenkin edelleen alisuorittajien tasolle. Digian transformaation jatkuessa hyvillä raiteilla arvioimme aliarvostuksen asteittain purkautuvan ja yhtiötä voidaan alkaa verrata sektorin mediaanitasoon, johtuen suotuisasta ja vakaasta tuloskehityksestä. Pidämme Digiaa pitkällä aikavälillä myös hyvin potentiaalisena yritysostokohteena IT-

markkinan konsolidaation jatkuessa.

Riskit

Keskeiset riskit Digian osakkeen kannalta ovat yhtiön kannattavuutta rasittavat projektiylitykset, yhtiön tuoteliiketoimintojen liikevaihdon lasku, yhtiön onnistuminen rekrytointikilpailussa sekä yrityskaupoissa. Yhtiön tuoteliiketoiminta on todennäköisesti hyvin kannattavaa, joten nykyinen edelleen heikko kannattavuus kieli kannattavuushaasteista projektiliiketoiminnassa. Arvioimme kannattavuushaasteiden viime vuonna johtuneen pääasiassa edelleen matalista käyttöasteista, koska tiedossamme on vain yksi suurempi projektiylitys viime vuodelta. Lisäksi näemme pitkän aikavälin riskin, että yhtiö ei löydä markkinalla kestäväää kilpailuetua suurten generalistien ja pienten ketterien toimijoiden aiheuttamassa kilpailupaineessa. Sektoririskiä nostaa tällä hetkellä kiristynyt osajakilpailu, mikä aiheuttaa kustannuspaineita.

Sijoitusprofiili

1.

Sisäinen muutosprosessi takana

2.

Rakennuspalikat kasvuun kasassa

3.

Markkinan kysyntänäkymät ovat vahvat

4.

Hyvä asema kokonaisratkaisujen toimittajana

5.

Tuloskäännä edennyt linjassa odotuksiin

Potentiaali



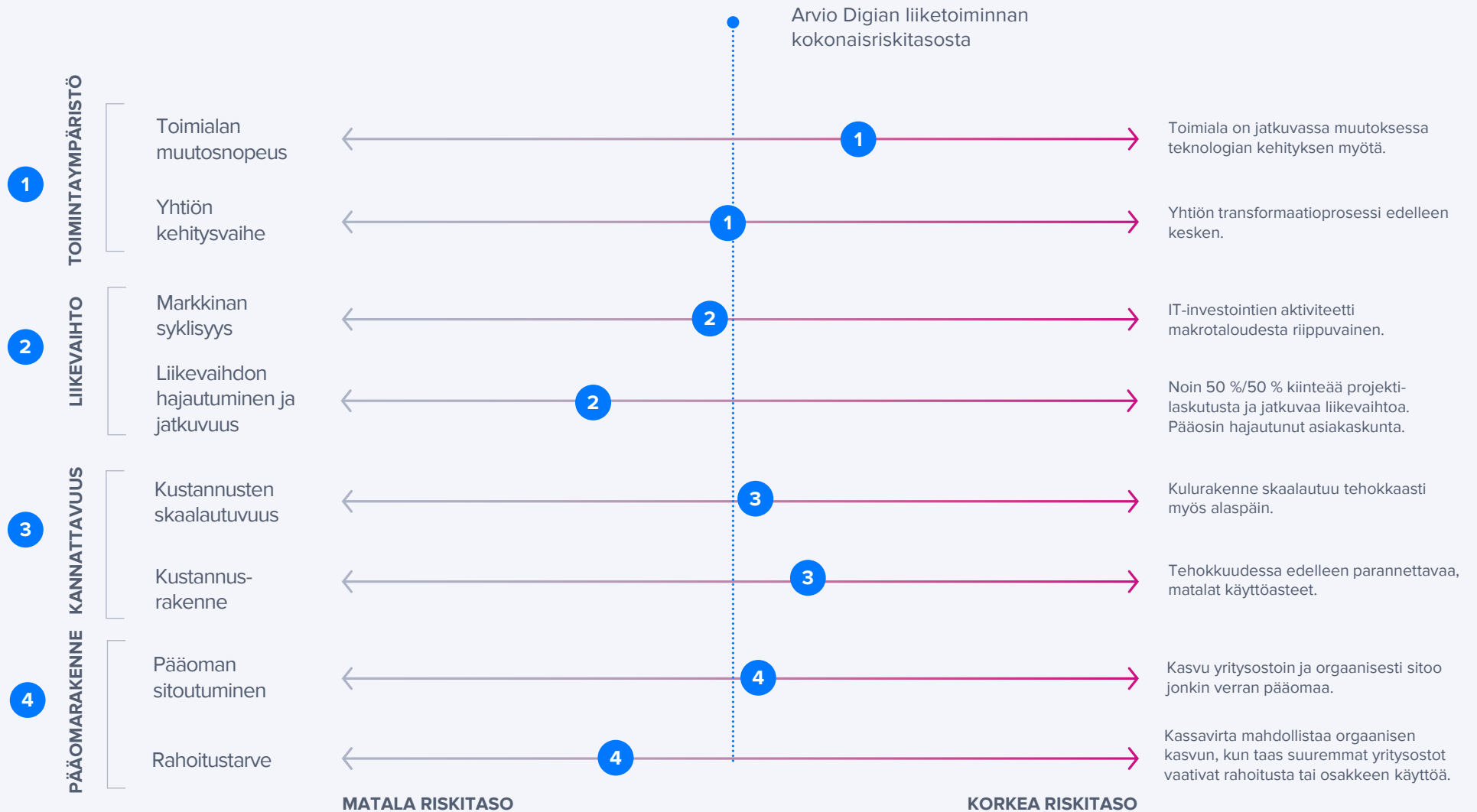
- Vahvasti kasvavat markkinat
- Markkinatrendit kääntymässä Digian osaamiselle suotuisammiksi ja kokonaistarjoomassa synergia potentiaalia
- Kannattavuudessa edelleen parannus potentiaalia
- Erityisesti lyhyellä tähtäimellä yhtiöllä on edelleen hyvät mahdollisuudet kasvaa myös organisaation kautta
- Tuoteliiketoiminta tuo skaalautuvuutta

Riskit



- Projektiriskit ja asiakkaiden neuvotteluvoima
- Tuoteliiketoimintojen epäonnistuminen
- Asemoituminen väliinputoajaksi suurten ja pienten toimijoiden väliin
- Kireä rekrytointikilpailu
- Yrityskaupat

Liiketoimintamallin riskiprofiili



IT-palvelumarkkinat 1/5

Markkinan koko ja määritelmä

Markkinan koko ja määritelmä

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

IT-palvelumarkkinan perinteiseen määritelmään kuuluvia osa-alueita ovat esimerkiksi IT-konsultointi, ohjelmistokehityspalvelut, integrointi- ja käyttöönottopalvelut, ulkoistuspalvelut, ohjelmistojen ylläpito- ja tuki sekä IT-infrastruktuuripalvelut. IT-palvelumarkkinan ja sen euromääräisen koon määritelmä on kuitenkin hämärtymässä, kun IT:n rooli on nousemassa digitalisaation myötä konehuoneesta liiketoiminnan ytimeen eri toimialoilla. Siten IT-palveluyhtiöiden toimintakenttä risteää yhä vahvemmin uusien rinnakkaismarkkinoiden kanssa, joita ei ole perinteisesti katsottu kuuluvan IT-markkinoihin (sivu 21). Näitä ovat esimerkiksi strategiakonsultointi, design ja palvelumuotoilu.

Markkinan kasvunäkymät

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

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

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

IT-markkina Suomessa on ollut erittäin hyvässä vedossa nyt yli 3 vuoden ajan ja suotuisa markkina on tarjonnut monille sektorin toimijoille voimakkaan kasvun ja erinomaisen kannattavuuden (sivu 27). Edellisestä heikosta jaksosta ei kuitenkaan ole pitkää aikaa. Vuodet 2010-2015 markkina käytännössä polki paikallaan Suomen talustilanteen takia. Markkinassa nähtiin vuoden 2016 aikana selkeä piristyminen, joka on sen jälkeen kiihtynyt. Taustalla on ollut Suomen talouden piristyminen sekä asiakasorganisaatioiden herääminen digitalisaatioon. IT-yhtiöiden asiakkaat ovat nyt siirtymässä kiihtyvällä tahdilla puheista tekoihin digitalisaatiossa, kun organisaatioissa on alettu ymmärtää mitä digitalisaatio tarkoittaa omalle liiketoiminnalle ja mitä investointeja se edellyttää. Teknologian aiheuttama toimintaympäristöjen muutos on myös tuonut kiireellisyyden tunnetta antamaan vauhtia investoinneille. Tämä on markkinan kasvua ajava trendi, joka todennäköisesti jatkuu vahvana lähivuosina teknologian nopean kehityksen myötä.

Digian kasvu on ollut 2010-luvulla vaatimatonta. Taustalla on ollut yhtiön transformaatio (Nokia-kriisi) sekä Digian asemoituminen IT-palvelumarkkinan hitaammin kasvaville palvelualueille. Nyt yhtiön kasvu on piristynyt vahvistuneen tarjoaman ja markkinatilanteen myötä.

IT-investointien muuttuva luonne jakaa markkinaa

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

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

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

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

IT-palvelumarkkinat 2/5

IT-palvelumarkkinan muutosta 2010-luvulla voidaan havainnollistaa yksinkertaistettuna jakamalla markkina kasvaviin uusiin digitaalisiin palveluihin sekä perinteiseen tietojärjestelmäkehitykseen. Markkinan voidaan arvioida viisi vuotta sitten jakautuneen noin 20/80 % jaolla uusien digitaalisten palveluiden ja perinteisemmän tietojärjestelmäkehityksen välille. Useamman käsityksen mukaan suhdeluku muuttuu modernin arkkitehtuurin myötä ja vastaava jako kääntyy lähivuosina 50/50 % tasolle (sivu 22). Tämä on kuvastanut markkinan historiallista kehitystä, jossa digipalvelut ovat olleet usein yksittäisiä irrallisia pisteratkaisuja ("shadow IT"). Markkinan kahtiajakaminen muuttuu tulevaisuudessa epärelevantiksi, sillä uusia digitaalisia palveluita ei voida käsitellä liiketoiminnan ydinjärjestelmistä erillisenä. Selkeänä trendinä markkinalla onkin nyt nähtävissä IT-ostamisen vakavoituminen, kun asiakasorganisaatioissa on havaittu, että oikotietä digitalisaatioon ei pystytä hankkimaan ostamalla digisovelluksia tietohallinto ohitaan. Organisaatioiden vakiintuneet tietojärjestelmät eivät katoa, vaan niitä on modernisoitava toimimaan alustoina uusille digipalveluille. IT-investoinnit kohdistuvat uusiin toiminnallisuuksiin, joita rakennetaan rajapintaratkaisuilla olemassa olevien järjestelmien päälle.

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

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

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

Markkinan sisäinen jakautuminen ja kehityssuunta

Olemme jakaneet IT-palvelumarkkinan kolmeen eri osioon (sivu 21) seuraavasti:

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

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

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

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

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

IT-palvelumarkkinat 3/5

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

Ylläpito- ja taustajärjestelmäosaaminen tekee paluuta

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

Tämä kehitys tarjoaa Digian näkökulmasta kasvumahdollisuuden ja asemoi yhtiön kiinnostavaan asemaan markkinoilla, sillä yhtiön integraatio-osaaminen lukeutuu Suomen markkinan vahvimpiin ja Digian ydin on syvällä taustajärjestelmäosaamisessa. Samaan aikaan tällä alueella kilpailukenttä on huomattavasti vakiintuneempi, alalle tulon kynnyks korkeampi, asiakassuhteet hyvin etabloituneita ja osaamisalueena nämä kyvykkyydet ovat vaikeita rakentaa, mikä tuo Digialle kilpailuetua.

Osaajien saatavuus rajoittaa markkinan kasvua

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

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

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

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

siirtynyt osaajiin ja IT-yrityksiin, jotka osaavat yhdistää teknologian lisäksi luovuuden ja liiketoimintaymmärryksen. Tämä on IT-palveluyrityksille vaikea kyvykkyys rakentaa, sillä niiden kulttuuri ei usein taivu tähän tarpeeseen. Samaan aikaan monet suuret IT-palveluyhtiöt ovat nähneet irtisanomiset tehokkaampana keinona verrattuna henkilöstön uudelleen kouluttamiseen, mikä on vaurioittanut niiden työnantajakuva ja kulttuuria.

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

Kustannusinflaatio ja hinnoitteluympäristö

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

IT-palvelumarkkinat 4/5

Markkinan trendit

Trendit organisaatioiden IT-ostamisessa

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

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

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

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

riippuvaiset toimijat. Hyötyjiä ovat asiakkaat.

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

IT-palvelumarkkinat 5/5

Yrityskaupat ja konsolidaatio

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

Sektorin konsolidaatio jatkunee aktiivisena, mutta omistaja-arvon luonti yrityskaupoilla on arviomme mukaan käymässä haastavaksi johtuen kohonneista arvostuksista. Listattujen IT-palvelusektorin yhtiöiden keskimääräiset markkina-arvot suhteessa liikevaihtoon (EV/Liikevaihto) ovat esimerkiksi kaksinkertaistuneet 5 vuodessa. Kohonnut hinnoittelu on myös valunut listaamattomien puolelle ja viimeisimmissä kaupoissa liikevaihtopohjaiset arvostuskertoimet ovat olleet selkeästi 1x tason yläpuolella (sivu 28). Tulospohjaisissa arvostuksissa nousu ei ole ollut yhtä nopeaa, koska sektorin pienten toimijoiden kannattavuudet ovat olleet usein erittäin hyviä.

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

Myös ulkomaiset toimijat tähyävät ostettavaa

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

Kotimaisten IT-yhtiöiden kansainvälistyminen ja laajentuminen tuoteliiketoimintaan

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

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

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

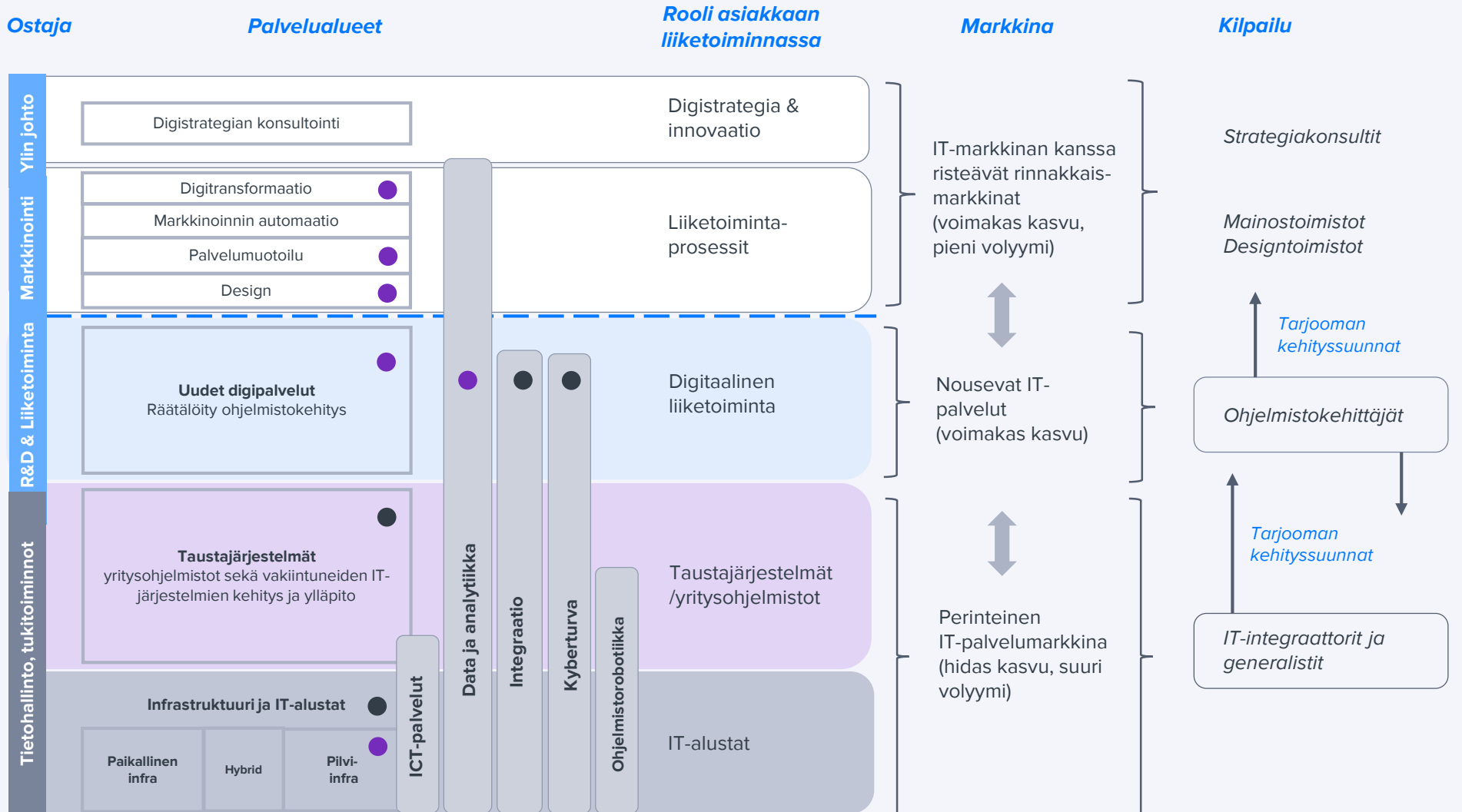
Markkinan tulevat voittajat näkemyksemme mukaan

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

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

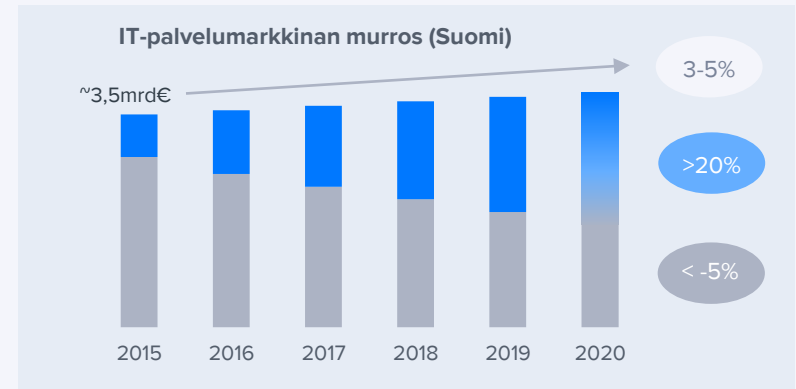
- Vahvojen asiakkuuksien omistajat, joilla on strategisen kumppanin rooli asiakkaisissa sekä kyky skaalata toimintaa vahvan alihankkijaverkoston kautta. Alihankkijan roolissa olevat pienet toimijat, jotka ovat pääasiassa keskittyneet asiakkaitaan enemmän osaajakilpailuun, ovat heikoilla makromarkkinan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

IT-palvelumarkkinan jakautuminen



Markkinat ja arvoketju

IT-yhtiöiden asemoituminen pääasiallisen kohderyhmän ja palvelualueiden mukaan Suomen markkinalla



Paikallinen kilpailu

Pohjoismainen kilpailu

Globaali kilpailu

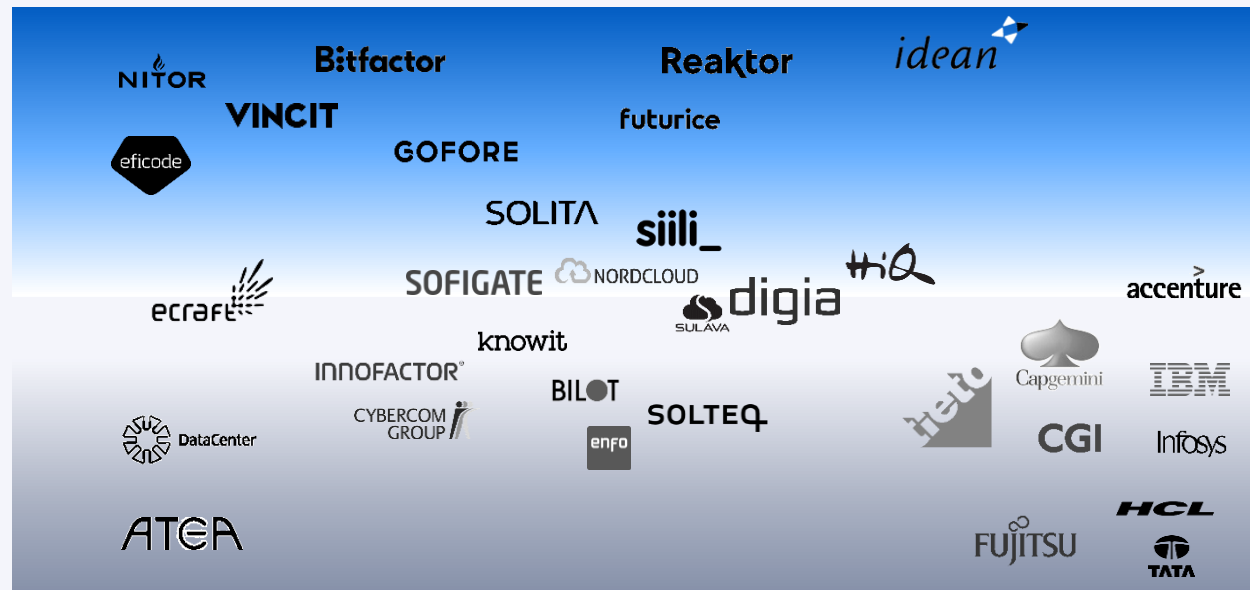
Keskisuuret organisaatiot

Suuret organisaatiot

Globaalit suuryritykset

■ Uudet digitaaliset palvelut

■ Ylläpito & perinteinen IT-järjestelmäkehitys



Vahva kasvu, lyhyt tilauskanta

Hitaampi kasvu, vahva asiakaspito

Kilpailu 1/2

Kilpailu ja vertailuryhmä

Kilpailijoina IT-generalistit ja erikoistuneet toimijat

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

Digian kilpailijoita ovat suuret, usein kansainväliset IT-generalistit sekä pienemmät ohjelmistokehitystalot. Suomen kilpailukentässä Digia voidaan asemoida ”keskimarkkinan” generalistiksi, eli Digia yhdistää paljon molempien toimijoiden piirteitä. Yhtiön vahvuus on keski-suurissa yrityksissä sekä tietyissä valituissa asiakastoimialoissa (kuten kauppa ja logistiikka).

Digia on löytänyt selkeästi oman paikkansa Suomen markkinassa ja yhtiön tarjooma on muotoutumassa yhtiölle vahvimpiin markkinasegmentteihin jatkuvasti paremmin sopivaksi. Yhtiön asemointi on kuitenkin kaksijakoinen ja se voidaan nähdä myös vaikeana ”väliinpuotoajan” paikkana suurten toimijoiden ja pienten ketterien toimijoiden välissä. Yhtiön on vaikea haastaa ketterässä digipalveluiden kehityksessä pieniä toimijoita ja toisaalta vaikea haastaa generalisteja toimituskyvykkyudessa tai tarjooman kattavuudessa. Toisaalta Digian voidaan myös nähdä olevan hyvässä asemassa toimijana, jolla on kyvykkyys toimittaa laajoja kokonaisuuksia projektitoimituksesta ylläpitoon sekä pienen toimijan ketteryyttä. Tämä on asiakkaan liiketoimintakriittisen IT-toimittajan asema, johon monet tällä hetkellä enemmänkin resurssitoimittajien roolissa olevat pienet toimijat pyrkivät nyt kasvamaan. Ohjelmistokehitystalojen selkeä heikkous Digiaan

nähdén on niiden rajallinen osaaminen ja kyvykkyys ylläpitoliiketoiminnassa.

Generalisteista esimerkkeinä kilpailijoista voidaan mainita Tieto, CGI ja Accenture. Digia tai muut pienemmät toimijat eivät pysty erottumaan generalisteihin verrattuna tarjoomallaan, vaan kilpailuetu tulee ketteryydestä, toimialafokuksesta ja pienemmän toimijan sitoutumisesta asiakkaaseen. Tämä on etuna erityisesti pienemmissä asiakaskokoluokissa, jotka eivät ole kiinnostavia suurimmille toimijoille. Esimerkiksi erp-markkinassa Digialla ja sen Enterprise-tuotteella on selkeä kilpailuetu keskimarkkinassa (100-200 MEUR liikevaihdon yritykset), jossa kilpailu on usein vähäisempää. Tässä kokoluokassa asiakkaalla on kuitenkin korkea vaatimustaso IT-toimittajan kyvykkyyksiltä.

Keski-suurista ohjelmistokehitystalosta Digian kilpailijoina voidaan mainita Reaktor, Gofore, Futurice ja Solita. Näistä toimijoista Digia pyrkii erottumaan kokonaistarjoomallaan ja toimituskyvykkyydellään. Muiden keski-suurten toimijoiden kokoluokassa yhtiön suoria kilpailijoita Suomessa ovat muun muassa eCRAFT ja Innofactor lähinnä Microsoftin erp-ratkaisuissa.

Perinteisten toimijoiden erottautumistekijät

IT-generalistien vahvuutena kilpailussa on mittavat resurssit ja laaja tarjooma, joita tukee usein offshore-tuotanto ja sen kustannustehokkuus. Lisäksi niillä on usein pieniä toimijoita syvempää asiakas- ja toimialaymmärrystä. Nämä taustajärjestelmissä vahvat toimijat ovat usein keskeisimmässä asiakkuuksissaan vahvasti etabloituneita ja järjestelmät ovat asiakkaille liiketoimintakriittisiä, mikä tuo niille kilpailuetua. Lisäksi järjestelmätoimitukset ovat usein haastavia ja korkean riskin hankkeita, mikä lisää alalle tulon kynnystä.

IT-generalistit ovat tyypillisesti kehittäneet asiakkaidensa IT-järjestelmiä yli vuosikymmenen ajan ja asiakkaiden IT-budjeteista merkittävä osa kuluu näiden olemassa olevien vanhojen järjestelmien

ylläpitoon ja kehitykseen. Tämä yhdessä näiden toimijoiden oivaltavien sopimusrakenteiden kanssa turvaa suurten IT-palvelutalojen asemaa kilpailussa. Laajasta kriitikkistä huolimatta suurten IT-generalistien asema markkinassa on ollut hyvin sementoitu.

Uusien toimijoiden erottautumistekijät

Pienet ketterät toimijat usein murtautuvat suuriin asiakkuuksiin muun ostajan kuin tietohallinnon kautta, jolloin ne eivät välttämättä kohtaa kilpailussa asiakkaan vakiintunutta järjestelmätoimittajaa. Nämä ”uudet toimijat” erottuvat tyypillisesti kilpailussa ketteryydellä, paremmalla palvelulla tai osaamisella jossain erikoistumisalueessa. Lisäksi niiden muutos- ja reagointikyky IT-markkinan muutoksiin on usein parempi. Pieni koko voi olla etu, kun asiakas tarvitsee hankkeeseen luovuutta, nopeutta ja ketteryyttä.

Digian Enterprise-tuote ja ERP-tarjooma

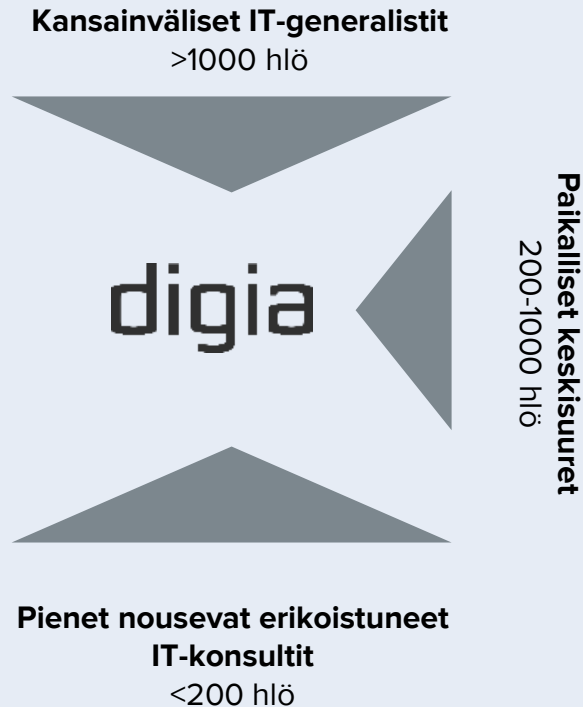
Digian mukaan sen oma Enterprise-toiminnanohjausjärjestelmä on ainoa kotimainen ”kehittyvä erp”, joka asemoituu keskimarkkinaa suurten organisaatioiden järjestelmien (kuten SAP ja Oracle) ja pienten organisaatioiden valmisohjelmistojen (kuten Visma, Admicom) välimaastoon. Tuotteen kotimainen kilpailu on pitkälti hävinnyt viime vuosien aikana, kun kilpailevat tuotteet ovat jääneet lypsytilaan. Enterprisen vahvuus on valmistavassa teollisuudessa ja tukkukaupassa. Digia investoi Enterprisen kehittämiseen ja yhtiö näkee tuotteen olevan hyvin elinvoimainen.

Digia tarjoaa asiakkailleen myös Microsoftin Dynamics-toiminnanohjausjärjestelmiä, mutta sisäisen kilpailun ongelmaa tuotteiden välillä ei yhtiön mukaan ole, koska ne asemoituvat eri tarpeisiin. Microsoftin Dynamics-ratkaisuissa Digia on yksi Suomen johtavia toimijoita. Tämä on tärkeä kasvava ratkaisualue, jossa uuden kilpailun kynnyksen on korkea, sillä Microsoftin ja asiakkaiden tahtotilana on, että IT-toimittaja pystyy toimittamaan kaikkia Dynamicsin eri osa-alueita.

Digian asemoituminen ja kilpailutekijät

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

Digian asemoituminen ja kilpailutekijät



Digian puolesta

- Kyvykkyys toimittaa ja ylläpitää erittäin liiketoimintakriittisiä järjestelmiä
- Vahvat asiakkuudet Suomessa
- Elinkaaren kattava palvelutarjooma
- Ylläpito-osaaminen

Digiaa vastaan

- Vastassa suuria generalisteja, joilla mittavat offshore-resurssit
- Useita pieniä ketteriä toimijoita haastajina
- Raju osaajakilpailu
- Riski väliinputoojan asemasta kilpailussa

Kilpailu 2/2

Vertailuryhmän kasvu ja kannattavuus

Tarkastelemme sivun 27 kuviossa listattujen sekä listaamattomien suomalaisten ja muiden Pohjoismaisten IT-palveluyhtiöiden kasvua ja kannattavuutta.

Vertailuryhmän 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 organisia kasvujia (Vincit, Solita, Futurice, Gofore, Reaktor ja Siili).

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

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

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

Markkinan keskiuurrissa 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 jäämässä osin digipalveluiden suotuisasta markkinatilanteesta johtuvaksi ilmiöksi, ja viime vuoden aikana näidenkin yhtiöiden kannattavuuksissa nähtiin selkeitä paineita markkinan kypsyessä.

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

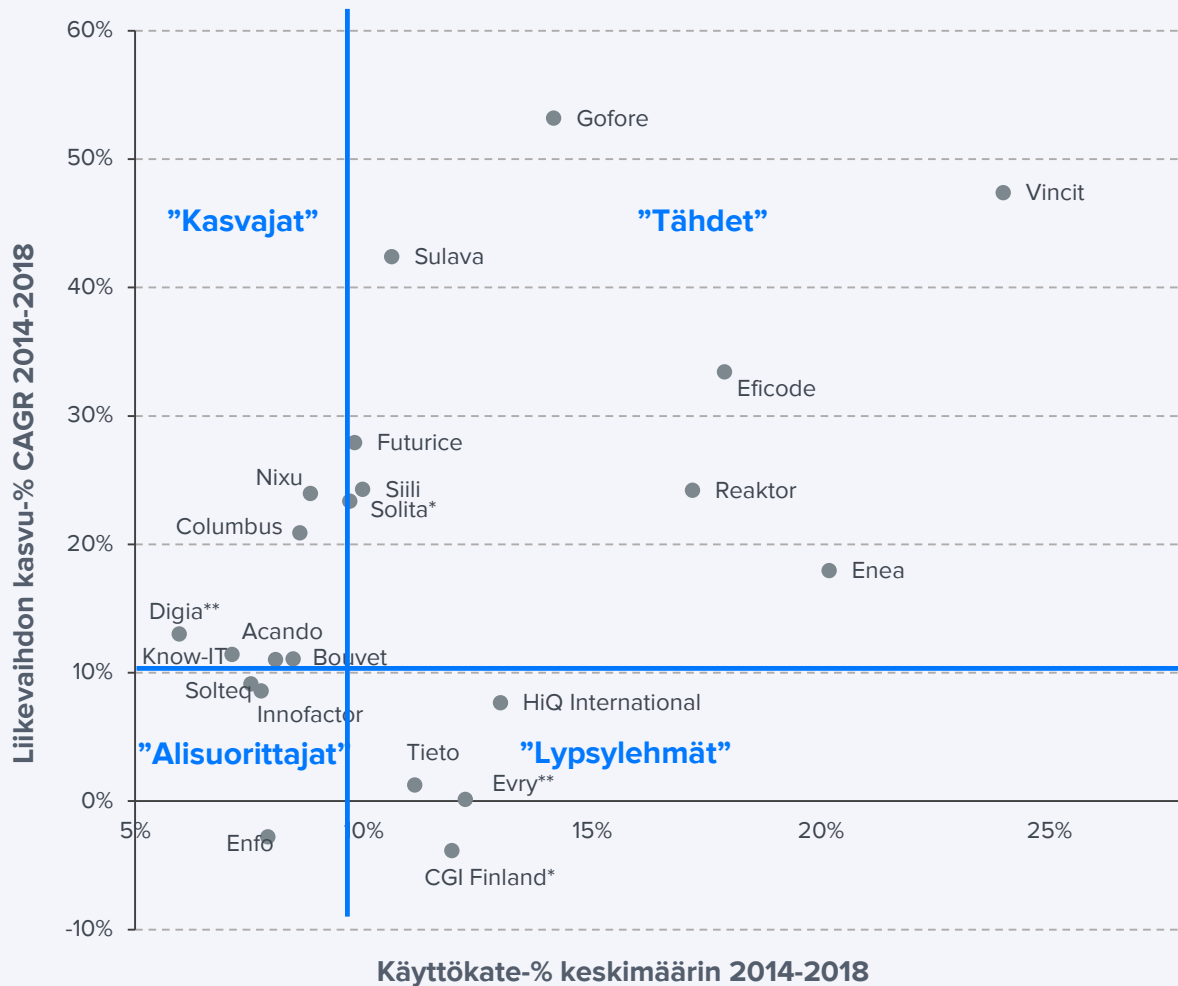
IT-konsulttisektorin uhkakuvat

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

seuraavat markkinan ylikuumentumiseen liittyvät riskit syytä tunnistaa. Kolme keskeistä sektorin lyhyen aikavälin riskiä ovat näkemyksemme mukaan seuraavat:

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

Kilpailukentän kehitys



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

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

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

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

IT-palvelusektorin yrityskauppoja

IT-palvelusektorin yrityskauppoja Pohjoismaissa

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

Strategia 2/2

Digian kannattavuuden paranemista viime vuoden edelleen heikolta tasolta tukee usea asia. Projektiriskien paremman kontrollin lisäksi yhtiö on saanut käsityksemme mukaan käyttöasteita ja tehokkuutta parannettua ja tällä alueella on yhä potentiaalia parantaa. Hyvän markkinatilanteen tuoman kasvun pitäisi skaalautua paremmaksi kannattavuudeksi käyttöasteiden parantuessa. Lisäksi yhtiö käynnisti vuoden 2019 alussa toimintamallin uudistuksen, jotta tehokkuuspotentiaali saataisiin paremmin realisoitua. Digian oma tuoteliiketoiminta tukee yhtiön marginaaleja, mutta emme odota tämän toimivan merkittävänä tulokasvuajurina sen edellyttämien investointien takia. Yhtiö ei aktivoi tuotteiden kehitysmenoja taseeseensa.

Yrityskaupat

Digia on strategiassaan kertonut orgaanisen kasvun lisäksi etsivänsä aktiivisesti strategiaa tukevia yritysostokohteita. Kasvua haetaan perinteistä IT-markkinaa voimakkaammin kasvavilta osa-alueilta, kuten digitaalisista palveluista ja prosessien kehittämisestä. Digian yritysostojen kriteereinä on, että ostettavan liiketoiminnan pitää selkeästi tukea muita palvelualueita. Digialla on historiasta yrityskauppakokemusta ja käsityksemme mukaan yhtiön viimeisimmät yritysostot ovat olleet kokonaisuudessa onnistuneita. Digia ei ole julkistanut kauppahintoja, mutta tilinpäätöksistä tulkiten yhtiö on maksanut vuosien 2016-2018 yritysostoista keskimäärin noin 1,0x P/S-kertoimen.

Monilla Digiaa kiinnostavista palvelualueista Suomessa on hyvin rajallisesti tarjolla ostokohteita ja niiden kysyntä on kovaa ja näin ollen ostokohteiden arvostukset ovat myös olleet nousussa. Taseen puolesta Digialla on edelleen kapasiteettia pienten taktisten yrityskauppojen tekemiseen. Digian osakkeen nykyisellä arvostustasolla oman osakkeen käyttäminen yritysostoihin olisi kuitenkin

todennäköisesti omistaja-arvoa tuhoavaa johtuen oletettavasti ostokohteita selvästi alemmista hinnoittelukertoimista.

Suomen IT-markkinaa tarkasteltaessa näemme Digialla hyvät edellytykset toimia aktiivisena konsolidoijana IT-palvelumarkkinalla ja odotamme sektorin konsolidaation jatkuvan aktiivisena. Yritysostoja viime vuosina ovat toteuttaneet esimerkiksi Siili, Innofactor, Vincit, Solteq, Nixu, Tieto, CGI, Solita, Gofore sekä Enfo. Erityisesti listatuilla yhtiöillä yrityskaupoissa kilpailutuna on ollut niiden mahdollisuus käyttää omaa osaketta kauppojen rahoittamiseen sekä ostettavan yrityksen avainhenkilöiden sitouttamiseen. Konsolidaatiota IT-markkinassa tapahtuu myös maiden rajojen yli ja monet kansainväliset toimijat tähyävät käsityksemme mukaan Suomesta ostettavaa.

Uuden strategiakauden 6 yritysostoa

Vuonna 2016 Digia osti Igence Oy Ab:n. Yritysostolla Digia vahvisti strategiansa mukaisesti asemaansa kasvavassa verkkokauppamarkkinassa. Igence palveluvalikoimasta löytyvät muun muassa verkkokaupan, tuotetiedonhallinnan, tilaushallinnan ja personoinnin ratkaisut sekä monipuoliset asiantuntijapalvelut. Igence Oy Ab:n liikevaihto vuonna 2015 oli 2,3 MEUR ja kaupan myötä Digialle siirtyi 24 henkilöä.

Vuonna 2017 Digia osti Omni Partners Oy:n ja yhtiön kokonaan omistaman tytäryhtiön Oy Nord Software Ltd:n. Yritysostolla Digia vahvistaa strategiansa mukaisesti asemaansa digitaalisten palveluiden markkinassa. Omni Partners tarjoaa räätälöityjä, avoimen lähdekoodin teknologioihin pohjautuvia viestinnällisiä verkko- ja mobiilipalveluja sekä sähköisen asioinnin ratkaisuja. Omni Partnersin proforma liikevaihto vuonna 2016 oli 3,9 MEUR ja kaupan myötä Digialle siirtyi 51 henkilöä.

Vuoden 2017 joulukuussa Digia osti moderneihin

integraatoratkaisuihin erikoistuneen Integration House Oy:n. Integration Housen liikevaihto vuonna 2017 oli arviolta 1,8 MEUR ja kaupan myötä Digialle siirtyi 21 henkilöä.

Vuoden 2018 maaliskuussa Digia osti edistyksellisiin analytiikkaratkaisuihin erikoistuneen Avarea Oy:n. Ennen kaupan toteuttamista, Avarea irrotti tuoteliiketoiminnan omaksi yhtiökseen, eikä tuoteliiketoiminta näin ollen kuulunut kauppaan. Avarean syyskuussa 2017 päättyneellä tilikaudella yhtiön liikevaihto oli 3,6 MEUR ja kaupan myötä Digiaan siirtyi 41 työntekijää.

Vuoden 2018 elokuussa Digia osti vaativiin Microsoft Dynamics -toiminnanohjausjärjestelmiin ja CRM-ratkaisuihin erikoistuneen Mavisystems Oy:n ja Mirosys Oy:n. Yhtiöiden liikevaihto oli kesäkuussa 2017 päättyneellä tilikaudella yhteensä 3,2 MEUR. Kauppojen myötä Digialle siirtyi 34 henkilöä.

Vuoden 2019 alussa Digia osti mobiilikehitysyhtiö Starcutin. Kaupan myötä Digialle siirtyi 19 työntekijää ja arvioimme vuotuisen liikevaihtovaikutuksen olevan vajaat 2 MEUR.

Tase, rahoitus ja osinko

Digia vahvisti tasettaan keväällä 2017 keräämällä osakeannilla noin 12 miljoonan euron varat. Yhtiö on käyttänyt keräämänsä rahat yritysostoihin. Vuoden 2018 lopussa yhtiön omavaraisuusaste oli 55 %, nettovelkaantumisaste 27 % ja kassassa rahaa 1,7 MEUR. Nykyinen tase antaa edelleen välttävästi liikkumavaraa strategian toteutukseen.

Digia uudisti vuoden 2017 lopulla osinkopolitiikkaansa. Uudistetun osinkopolitiikan mukaan Digian tavoitteena on jakaa konsernin vuosituloksesta vähintään 30 % osinkoina. Arvioimme yhtiön pyrkivän jakamaan lähivuosina kohtalaista, absoluuttisesti nousevaa osinkoa. Pääpaino on kuitenkin kasvuinvestoinneissa.

Digian kehitysvaiheet



Historiallinen kehitys

Rakennemuutos Nokia-romahduksen jälkeen

Digia nousi merkittävän toimijan kokoluokkaan vuonna 2005, kun Digia yhdistyi Sysopenin kanssa ja osti Yomi Softwaren. Yhtiön henkilöstö melkein kolminkertaistui ja liikevaihto oli 60 MEUR vuoden 2005 lopussa. Tämän jälkeen yhtiö kasvoi mobiiliosaamisen ja yrityskauppojen vetämänä reilun 130 MEUR:n liikevaihtoluokkaan vuonna 2010. Nokia-kriisin jälkeen yhtiö joutui tekemään suuria muutoksia sopeutuakseen uuteen markkinatilanteeseen. Palveluliiketoiminnan liikevaihto laski noin 50 MEUR:lla muutamassa vuodessa. Yhtiö kuitenkin sopeutti palveluliiketoiminnan ripeästi. Vuosina 2012-2015 palveluliiketoiminnan liikevaihto pysyi vakaana. Samaan aikaan liikevoitto-% kävi tappiollisena vuonna 2013 ja nousi tämän jälkeen asteittain reiluun 5 %:iin vuonna 2015. Mobiililiiketoiminnan alaskirjauksista ja uudelleenjärjestelykuluista oikaistuna palveluliiketoiminnan liikevoitto-% pysyi kuitenkin 7-8 %:n tuntumassa vuosina 2012-2015, mikä on korkeampi taso kuin yhtiön viime vuosien kannattavuus.

Jakautumisen jälkeinen aikakausi

Qt-jakautumisen toukokuussa 2016 itsenäinen Digia käynnisti uuden strategian. Uudesta strategiasta on seurannut kuusi yritysostoa ja vahvistunut orgaaninen kasvu, mutta kannattavuuden osalta itsenäisen Digian kehitys on ollut vaatimatonta.

Vuonna 2016 Digia kasvoi 7 %, mistä orgaaninen kasvu oli arviolta 6 %-yksikköä. Vuoden 2016 lopussa yhtiö tiedotti voittaneensa Verohallinnon kansallisen tulorekisterin merkittävän sopimuksen, jonka arvo 15 vuoden sopimusajalla Digialle on 60 MEUR. Digian liikevoitto-% oli 6 % vuonna 2016. Yhtiön osakekohtainen tulos oli 0,20 euroa ja osinko 0,08 euroa osakkeelta vuonna 2016.

Vuonna 2017 Digian liikevaihto kasvoi reilut 11 % 96 MEUR:oon. Orgaaninen kasvu oli arviolta noin 7 %. Yhtiö teki kaksi strategian mukaista pientä yritysostoa, jotka vaikuttavat vahvemmin kasvuun vuonna 2018. Kannattavuutta painoi useampi epäonnistunut projekti. Näin ollen liikevoitto-% jäi vain noin 2 %:iin ja näistä projektiylityksistä oikaistuna karkeasti 5-6 %:iin. Projektiylitykset ovat tavallaan normaali osa yhtiön liiketoimintaa, mutta vuoteen 2017 osui niitä käsityksemme mukaan poikkeuksellisen monta. Yhtiön henkilöstömäärä kasvoi myös liikevaihtoa nopeammin, joten heikon kannattavuuden taustalla oli arviomme mukaan myös heikot käyttöasteet. Digian osakekohtainen tulos vuodelta 2017 oli 0,04 euroa ja osinko 0,04 euroa osakkeelta. Yhtiö jakoi arviomme mukaan matalan osingon johtuen heikosta tuloksesta sekä säästääkseen kassaa yritysostoihin.

Vuonna 2018 Digian liikevaihto kasvoi 19 % 112 MEUR:oon. Orgaaninen kasvu kiihtyi ja oli arviolta noin 12 %. Viime vuoden aikana yhtiö teki kaksi strategian mukaista pientä yritysostoa, jotka vaikuttavat osin myös kasvuun vuonna 2019. Kannattavuus parani viime vuonna hyvin, vaikka viimeistä neljänneistä painoi yksi suurempi projektiylitys (oletettavasti verohallinnon projekti). Näin ollen liikevoitto-% parani 6 %:iin (2017: 2 %). Yhtiön henkilöstömäärä kasvoi 9 % ja liikevaihtoa hitaammin, joten paremman kannattavuuden taustalla on arviomme mukaan pääosin parantuneet käyttöasteet, missä yhtiöllä on arviomme mukaan edelleen parannettavaa.

Digian osakekohtainen tulos vuodelta 2018 oli 0,18 euroa ja yhtiö jakoi 0,07 euron vuodelta 2018. Yhtiö jakoi arviomme mukaan matalahkon osingon säästääkseen liikkumavaraa yritysostoihin.

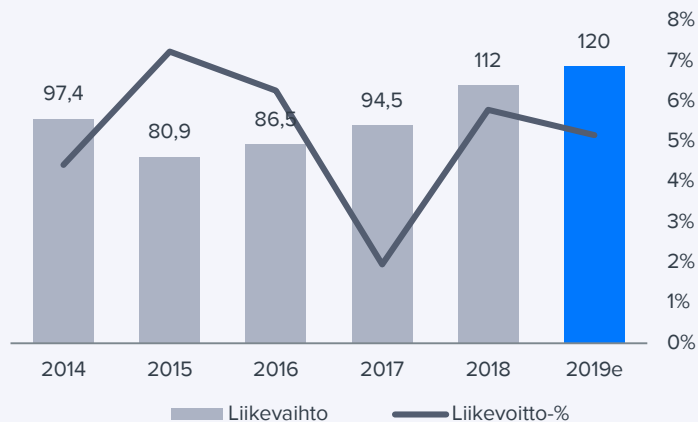
Taserakenne

Digia on ollut taseeltaan historiallisesti vahva, eikä yhtiöllä ole ollut suuremmin korollista vierasta pääomaa. Vuoden 2018 lopussa yhtiöllä oli 14,4 MEUR korollista velkaa. Yhtiön omavaraisuusaste oli vuoden 2018 lopussa 55 % (2017: 51 %) ja nettovelkaantumisaste 27 % (2017: 11 %). Yhtiön tase on kohtalaisen terveellä pohjalla johtuen terveestä liiketoiminnasta ja vakaasta rahavirrasta.

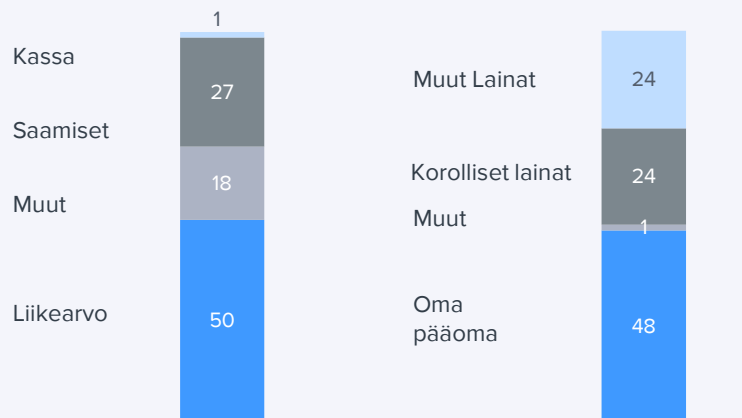
Digialla oli kassassa 1,7 MEUR vuoden 2018 lopussa. Liiketoiminnan rahavirta vuonna 2018 oli 3,6 MEUR (2017: 3,1 MEUR). Digian taseen suurimpia omaisuuseriä ovat selvästi liikearvo ja saamiset, jotka vastasivat 57 % ja 31 % taseesta 2018 lopussa.

Historiallinen kehitys

Liikevaihdon ja kannattavuuden kehitys



Tase 2018 lopussa



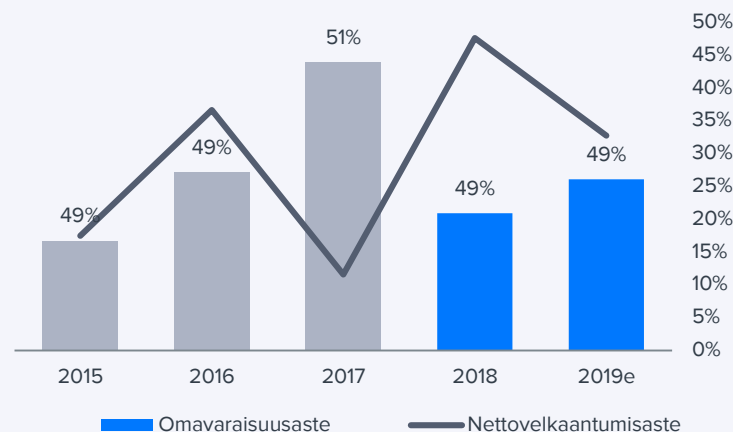
Lyhennetty tuloslaskelma

	2014	2015	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e	2022e
Liikevaihto	97,4	80,9	86,5	94,5	112	120	129	136	143
Käyttökate (EBITDA)	4,3	7,7	6,9	3,1	9,1	13,7	16,1	17,4	18,1
Oikaistu liikevoitto (EBIT)	4,5	6,7	5,4	1,9	6,5	8,8	10,7	11,7	12,3
Liikevoitto (EBIT)	4,3	5,9	5,4	1,9	6,5	8,8	10,7	11,7	12,3
Tulos ennen veroja	4,3	5,3	5,1	1,2	6,0	8,2	10,2	11,4	12,1
Nettotulos	4,3	4,3	4,1	1,0	4,7	6,6	8,1	9,1	9,7
Osakekohtainen tulos		0,2	0,20	0,04	0,18	0,25	0,30	0,34	0,36
Vapaa kassavirta	4,3	-43,4	7,5	9,1	-16,2	10,1	7,9	9,0	9,7

Avainluvut

	2014	2015	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e	2022e
Liikevaihdon kasvu-%	-2,3 %	-16,9 %	6,8 %	9,3 %	18,6 %	7,2 %	7,0 %	6,0 %	5,0 %
Käyttökate-%	4,4 %	9,5 %	7,9 %	3,3 %	8,1 %	11,4 %	12,5 %	12,7 %	12,6 %
Oik. liikevoitto-%	4,6 %	8,2 %	6,3 %	2,0 %	5,8 %	7,3 %	8,3 %	8,6 %	8,6 %
Liikevoitto-%	4,4 %	7,2 %	6,3 %	2,0 %	5,8 %	7,3 %	8,3 %	8,6 %	8,6 %
ROE-%		21 %	11 %	3 %	10 %	13 %	15 %	15 %	15 %
ROI-%		22 %	11 %	3 %	10 %	12 %	15 %	16 %	17 %
Omavaraisuusaste		49 %	49 %	51 %	49 %	51 %	55 %	59 %	63 %
Nettovelkaantumisaste		17 %	37 %	12 %	48 %	28 %	17 %	7 %	-1 %

Taseen avainlukujen kehitys



Ennusteet ja arvonmääritys 1/3

Ennusteet

Odotamme liikevaihdon kasvun jatkuvan ja liikevoiton paranevan vuonna 2019

Vuodelle 2019 Digia ohjeistaa liikevaihdon jatkavan kasvuaan ja liikevoiton paranevan vuodesta 2018. Odotamme Digian suhteellisen helposti yltävän kyseisiin tavoitteisiin ja arvioimme koko vuoden liikevaihdon kasvavan 7 % 120 MEUR:oon (2018: 112 MEUR) ja liikevoiton olevan 8,8 MEUR tai 7,3 % liikevaihdosta (2018; 6,5 MEUR ja 5,8 %) vuonna 2019. Arvioimme tuloksen painottuvan hieman vahvemmin vuoden jälkipuoliskolle.

Liikevaihdon kasvun ennustettamme voi pitää varovaisena, sillä odotamme yhtiön liikevaihdon kasvavan orgaanisesti vain 3,5 %, kun yhtiö kasvoi viime vuonna arviolta 12 % ja Q4:llä 9 % orgaanisesti. Lisäksi vuoden 2019 liikevaihtoa tukevat myös yrityskaupat (noin 3,5 %). Orgaanista liikevaihdon kasvua ajaa arviomme mukaan käyttöasteiden nousu, viime vuonna toteutunut henkilöstön kasvu (9 %) sekä suotuisana jatkuva kysyntätilanne IT-markkinoilla. Arvioimaamme liikevoitto-%:n paranemiseen vaikuttaa yhtiön organisaatiomallin muutos, käyttöasteiden nouseminen ja projektihallinnan jatkunut parantuminen. Kannattavuudessa negatiivisena ajurina on kiristynyt kustannusinflaatio. Ennusteillamme vuoden 2019 kannattavuus vastaa yhtiön vuosien 2012-2015 tasoa.

Odotamme rahoituskulujen pysyvän viime vuoden tasolla. Ennusteessamme yhtiön nettotulos vuodelta 2019 on 6,6 MEUR ja osakekohtainen tulos 0,25 euroa (2018: 4,7 MEUR ja 0,18 euroa). Arvioimme yhtiön nostavan osingon maksun 0,10 euroon vuodelta 2019 osakkeelta (2018: 0,07), mikä vastaa noin 4 %:n osinkotuottoa.

Keskipitkän aikavälin ennusteet: edelleen vahvaa tuloskasvupotentiaalia

Vuoden 2019 jälkeen arvioimme Digian kasvavan keskimäärin 6 %:n vauhtia vuosina 2020-2022. Orgaanisen kasvun ylläpitämiseksi on tärkeää, että Digia pystyy edelleen kehittämään työnantajaimagoaan vahvemmaksi pystyäkseen rekrytoimaan resursseja kasvun ylläpitämiseen. Nykyisten asiakkaiden sisällä kasvamisen lisäksi kasvun jatkuminen vaatii jatkuvasti uusien asiakkuuksien voittamista, missä kokonaistarjoaman pitäisi toimia kilpailuetuna.

Ennustamme Digian liikevoitto-%:n nousevan asteittain noin 8,5 %:iin vuosina 2020-2022 (2018: 5,8 %). Kannattavuuden parannusta tukee jatkuvien palveluiden lisääntyminen, organisaation tehokkuuden parantuminen prosessien yhtenäistymisen myötä sekä tarjoaman kilpailukyvyyn vahvistuminen. Kannattavuutta rasittaa työntekijöiden vaihtuvuus ja kustannusinflaatio. Arvioimme tämän tason olevan yhtiölle realistisesti saavutettavissa oleva, pitkällä aikavälillä kestävä kannattavuustaso. Tällä tasolla kannattavuus on sektorin kontekstissa vielä vaatimaton.

Näkemyksemme mukaan yhtiöllä on hyvät mahdollisuudet yltää korkeampaan kannattavuuteen ja lähelle sektorin noin 10 %:n tasoa tai jopa tämän yläpuolelle, mikäli strategian toteutus onnistuu ja markkinatrendit jatkavat suotuisina. Ymmärryksemme mukaan yhtiön tuoteliiketoiminta on hyvin kannattavaa, jolloin palveluliiketoiminta on arviolta edelleen heikosti kannattavaa. Myös tästä näkökulmasta katsottuna yhtiöllä tulisi olla edellytykset parantaa kannattavuuttaan lähelle tai tuoteliiketoiminnan myötä jopa yli sektorin keskimääräisen noin 10 %:n kannattavuustason. Digiasta siten kiinnostavan tekee se, että sillä on mahdollisuudet merkittävään tuloskasvuun lähivuosina ilman, että sen tarvitsisi

onnistua liikevaihdon kasvattamisessa nykyisen kireän osajamarkkinan tehdessä orgaanisesta kasvusta jatkuvasti IT-yhtiöille haastavampaa. Viime vuonna yhtiö osoitti kuitenkin pystyvänsä kasvamaan voimakkaasti ja samalla parantamaan kannattavuuttaan selvästi.

Arvioimme yhtiön maksavan osinkoa 40-55 % osakekohtaisesta tuloksesta ja ennusteemme osakekohtaiselle osingolle vuosille 2020-2022 ovat 0,13 EUR, 0,16 EUR ja 0,20 EUR. Osinkotuotto on ennusteillamme 5-8 % vuosille 2019- 2020.

Pitkän aikavälin ennusteet

Kassavirtapohjaisessa DCF-arvonmäärityksessä pitkällä aikavälillä odotamme yhtiön kasvun asteittain hidastuvan 2,5 %:iin vuonna 2028. Odotamme myös liikevoitto-%:n laskevan selvästi alle sektorin keskimääräisen tason 5,5 %:iin vuoden 2028 ikuisuusoletuksessa. Painotamme Digian arvonmäärityksessä kuitenkin enemmän lyhyen ja keskipitkän aikavälin ennusteista johdettuja arvostuskertoimia sekä arvostusta suhteessa vertailuryhmään.

IFRS 16 -vaikutus

IFRS 16 -vaikutus Digian taseeseen vuodesta 2019 alkaen on 9,7 MEUR. Määrä koostuu pääosin toimitiloihin liittyvistä vuokrasopimuksista. Olemme huomioineet arvioidun muutoksen 2018 lopun taseessa, jotta tämä muutos ei vaikuttaisi kassavirtalaskelmaan vuonna 2019. Tuloslaskelman puolella muutos tulee nostamaan käyttökattetta arviolta vajaalla 3 MEUR:lla vuosittain ja olemme huomioineet tämän ennusteissamme (liikevoitto pysyy muuttumattomana).

Ennusteet ja arvonnääritys 2/3

Arvonnääritys

Sijoitusnäkemyks - merkittävää nousupotentiaalia kannattavuuskäänteen jatkuessa

Digiaa arvotetaan edelleen sektorin alisuorittajien joukkoon ja arvostus on sektorin alimpia, vaikka yhtiön tuloskäänne eteni viime vuonna hyvin ja tuloskasvunäkymä on hyvä kannattavuuden parantuessa. Digia on käynyt muiden alisuorittajien tapaan läpi transformaatiota ja tuloskuunto on ollut vaisua vuosina 2016-2017, minkä myötä osake oli perustellusti jäänyt sijoittajien näkökulmasta hieman taustalle. Uuden strategian, hyvän markkinakysynnän ja markkinatrendien tukemana kasvu oli vahvaa ja kannattavuusparannus alkoi realisoitua viime vuonna. Positiivisen kannattavuuskehityksen ja yhtiön ydinvahvuusalueiden kysynnän piristyessä aliarvostuksen tulisi asteittain alkaa purkautua, mikä ei vielä ole näkynyt käänteen jatkumisesta huolimatta.

Arviomme mukaan Digian osakkeen arvonnmuodostus tulee perustumaan kannattavuuden normalisoitumiseen sekä yhtiön kykyyn saada koottua yhteen kilpailukykyiset tarjooma-alueet. Tällöin voimme myös odottaa liikevaihdon kasvun pysyvän vahvana ja kannattavuuspotentiaalin realisoituvan. Kannattavuusparannusta ajaa organisaatiomallin muutos, käyttöasteiden paraneminen, yhteisten palveluiden laajempi käyttö, projektiriskin hallinta ja jatkuvien palveluiden kasvu.

Näkemyksemme mukaan Digian arvostusta tukevat seuraavat tekijät:

- Vahvasti kasvavat markkinat
- Markkinatrendit kääntymässä Digian vahvuusalueille suotuisammiksi

- Kannattavuudessa edelleen selvää parannuspotentiaalia
- Varovaiset liikevaihtoennusteemme eivät juurikaan odota synergioita
- Jatkuvat palvelut ja oma tuoteliiketoiminta

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

- Kannattavuuskäänteen jatkumiseen liittyvä riski
- Suurten hankkeiden projektiriskit ja asiakkaiden neuvotteluvoima
- Omien tuotteiden kilpailukyvyyn ylläpitämisen ja/tai parantamisen epäonnistuminen
- IT-markkinan kiristynyt osaajakilpailu jarruttaa koko sektorin tuloskasvua
- Nykyisen suotuisan markkinatilanteen kääntyminen
- Yrityskauppojen integraatiot ja uusien korkeat arvostukset

Vertailuryhmä

Näkemyksemme mukaan Digia tulee asemoida Pohjoismaisten IT-palveluyhtiöiden joukkoon osin murrosyhtiönä, jolla on koko laaja tarjooma, omia tuotteita ja noin puolet jatkuvaa liiketoimintaa. Digialle on löydettävissä hyvä pohjoismainen vertailuryhmä, mihin arvostusta voidaan peilata ja tukea. Tarkemmin katsottaessa Digia on noussut operatiivisesti pois alisuorittajien lokerosta, vaikka yhtiötä arvostetaan edelleen alisuorittajien tasolle.

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 osaajakilpailu 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 murroksesta kärsineitä yhtiöitä tai heikomman tuloksen yhtiöitä (kuten Innofactor, Digia ja Solteq) on hinnoiteltu selvästi muuta joukkoa alemmin ja alle 1x EV/liikevaihto -kertoimen tasolle. Näiden yhtiöiden jatkuvan liiketoiminnan tuomat vahvuudet nousevat kuitenkin nykyisessä kireässä oasaajamarkkinassa vahvemmin esille. Vastaavasti esimerkiksi Vincitin, 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. Digiaa hinnoitellaan tulos pohjaisesti reilu 30 % alle vertailuryhmän vuosien 2019 ja 2020 kertoimilla. EV/Liikevaihto - kertoimen osalta yhtiön hinnoittelu on rajusti vertailuryhmän tasoa alempi, mikä heijastelee yhtiön verrokkeja heikompaa kannattavuutta. Osinkotuoton vertaaminen verokkiryhmän sisällä ei välttämättä anna oikeaa kuva arvonnluonnista, sillä jotkut investoivat kasvuun, toiset profiloituvat selkeästi osinkoyhtiöiksi ja monet ovat näiden yhdistelmä.

Ennusteet ja arvonmääritys 3/3

Arvostuskertoimet

Digiaa on viime vuosina hinnoiteltu melko matalilla arvostuskertoimilla johtuen yhtiön aikaisemmasta heikommasta positiosta IT-palvelumarkkinan heikon kasvun alueilla sekä useista tulospettymyksistä. Yhtiö on kuitenkin todistanut käänteen etenevän ja olemme saaneet useampia rohkaisevia signaaleja kilpailukyyn parantumisesta. Varovaiset kasvuennusteemme, matala arvostus ja yhtiölle positiivinen markkinatilanne huomioiden pidämme osakkeen arvostuskertoimia hyvin maltillisina. Ensisijaisesti käyttämämme arvostuskertoimet Digialle ovat P/E ja EV/EBIT. P/B-luvun informaatioarvo on heikko johtuen palveluihin perustuvasta liiketoimintamallista.

Ennusteillamme Digian tämän ja ensi vuoden P/E-luvut ovat 11x ja 9x, mikä on houkutteleva arvostustaso yhtiön tulospotentiaali sekä verrokkien ja yhtiön kanssa profiililtaan vastaavien yhtiöiden arvostus huomioiden. EV/EBIT-kertoimet ovat 10 ja 8x, mitkä ovat myös alle vertailuryhmän ja matalat tulosenusteet huomioiden arvostustaso on houkutteleva. Näkemyksemme mukaan osakkeelle voidaan hyväksyä asteittain sektorin mukaista arvostusta tuloskäänteen jatkuessa. Tästä johtuen arvonnousua ajaa sekä tuloskasvu että hyväksyttävät kertoimet. Mikäli Digia onnistuu nostamaan kannattavuutensa sektorin tasolle (EBIT-% 10 %), on osakkeessa tuntuva nousupotentiaalia, mikä palauttaa/lisää osakkeen kiinnostavuutta.

Arvostus tavoitehinnalla on P/E- ja EV/EBIT-kertoimilla 13x ja 11x vuodelle 2019. Tavoitehinnalla EV/EBIT- ja P/E-kerroin on keskimäärin 17% alle verrokkien. Arvostuskertoimien (tavoitehinnalla) muutos edellisestä päivityksestä on pääosin johtuen IFRS 16 -muutoksesta, sillä muutoin emme juurikaan ole tehneet muutoksia ennusteisiin ja tavoitehintaa on

ennallaan.

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 Digian osakkeelle on 3,2 euroa. Ennustemallissamme yhtiö kasvaa lähivuosina 2019-2022 5-7 %:n vauhtia ja saavuttaa 8,6 %:n EBIT-marginaalin. Pitkällä aikavälillä (2022 jälkeen) kasvu laskee asteittain 2,5 %:n tuntumaan ja EBIT-% vakiintuu 5,5 %:n tasolle, jotta pitkän aikavälin oletusten painoarvo mallissa ei nouse liian suureksi. Mallissa ikuisuusoletuksen (terminal-vuosi) painoarvo on 47 %. Rahavirtamallissa käyttämämme pääoman kustannus (WACC) on 8,8 % ja oman pääoman kustannus 10,2 %.

Arvostuksen yhteenveto

Digialla on selkeää arvonluontipotentiaalia kasvun ja erityisesti kannattavuuden kautta. Yhtiö asemoituu arvostukseltaan tällä hetkellä edelleen sektorin edullisimmin arvostettujen joukkoon, vaikka tuloskäänte on todistetusti alkanut. Arvioimme aliarvostuksen kaventuvan yhtiön todistaessa käänteen kestävyuden. Varovaisilla tulosenusteillamme tavoitehintamme vastaa P/E- ja EV/EBIT-kertoimilla 13x ja 11x vuodelle 2019. Tavoitehinnalla EV/EBIT- ja P/E-kerroin on keskimäärin 17% alle verrokkien. Nykyinen noin 11x P/E-luku (2019e) yhdistettynä lähivuosien ennustettuun noin 20 %:n tuloskasvuun tarjoaa hyvin houkuttelevan tuotto/riski-suhteen osakkeelle.

Arvostustaso	2019e	2020e	2021e
Osakekurssi	2,66	2,66	2,66
Osakemäärä, milj. kpl	26,8	26,8	26,8
Markkina-arvo	71	71	71
Yritysarvo (EV)	86	81	76
P/E (oik.)	10,8	8,8	7,9
P/E	10,8	8,8	7,9
P/Kassavirta	7,1	9,0	7,9
P/B	1,3	1,2	1,1
P/S	0,6	0,6	0,5
EV/Liikevaihto	0,7	0,6	0,6
EV/EBITDA (oik.)	6,3	5,0	4,4
EV/EBIT (oik.)	9,8	7,6	6,5
Osinko/tulos (%)	40,7 %	42,9 %	47,3 %
Osinkotuotto-%	3,8 %	4,9 %	6,0 %

Lähde: Inderes

Arvostus tavoitehinnalla	Nyt	Aik.	Muutos
P/E (oik.)	12,6	12,5	1 %
EV/Liikevaihto	0,8	0,7	11 %
EV/EBITDA (oik.)	7,1	7,9	-9 %
EV/EBIT (oik.)	11,2	10,0	12 %
Arvostusero verrokkeihin			
DCF-laskelma	3,2	3,1	2 %

Lähde: Inderes

Tuloslaskelma

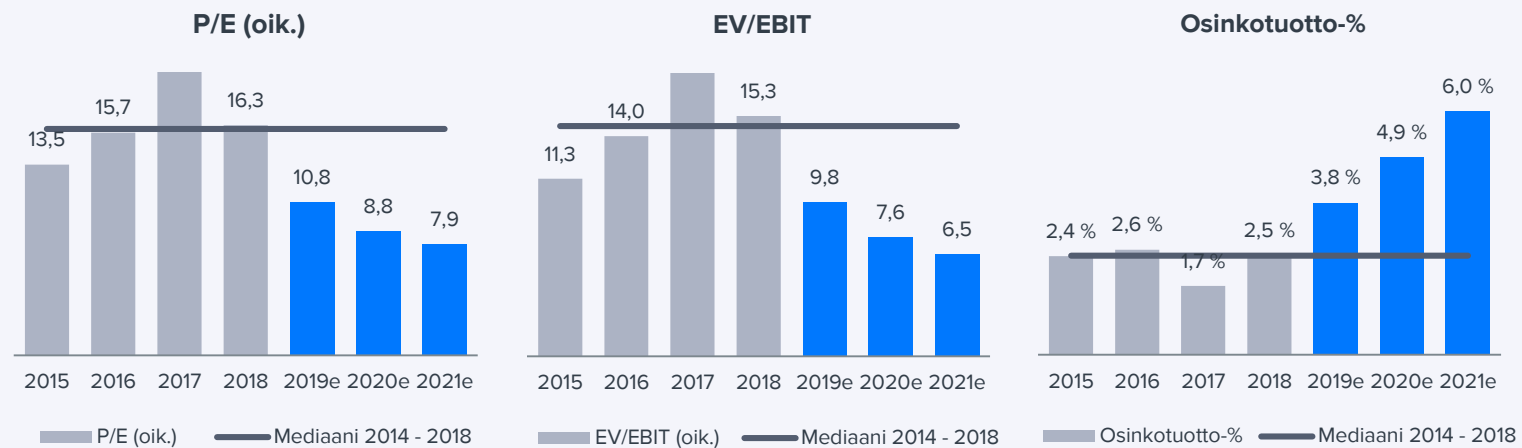
Tuloslaskelma	2017	Q1'18	Q2'18	Q3'18	Q4'18	2018	Q1'19e	Q2'19e	Q3'19e	Q4'19e	2019e	2020e	2021e	2022e
Liikevaihto	94,5	26,9	28,9	25,2	31,2	112	29,4	31,3	26,9	32,5	120	129	136	143
Käyttökate	3,1	2,1	2,6	2,2	2,1	9,1	2,7	3,5	3,3	4,1	13,7	16,1	17,4	18,1
Poistot ja arvonalennukset	-1,2	-0,5	-0,6	-0,7	-0,7	-2,6	-1,2	-1,2	-1,2	-1,2	-5,0	-5,4	-5,6	-5,8
Liikevoitto ilman kertaeriä	1,9	1,6	1,9	1,5	1,4	6,5	1,5	2,3	2,0	2,9	8,8	10,7	11,7	12,3
Liikevoitto	1,9	1,6	1,9	1,5	1,4	6,5	1,5	2,3	2,0	2,9	8,8	10,7	11,7	12,3
Nettorahoituskulut	-0,7	-0,2	-0,1	-0,2	0,0	-0,5	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,5	-0,5	-0,4	-0,2
Tulos ennen veroja	1,2	1,4	1,8	1,3	1,4	6,0	1,4	2,2	1,9	2,8	8,2	10,2	11,4	12,1
Verot	-0,2	-0,3	-0,3	-0,4	-0,2	-1,3	-0,3	-0,4	-0,4	-0,6	-1,6	-2,0	-2,3	-2,4
Nettotulos	1,0	1,1	1,5	1,0	1,2	4,7	1,1	1,7	1,5	2,2	6,6	8,1	9,1	9,7
EPS (oikaistu)	0,04	0,04	0,06	0,04	0,04	0,18	0,04	0,07	0,06	0,08	0,25	0,30	0,34	0,36
EPS (raportoitu)	0,04	0,04	0,06	0,04	0,04	0,18	0,04	0,07	0,06	0,08	0,25	0,30	0,34	0,36
Tunnusluvut	2017	Q1'18	Q2'18	Q3'18	Q4'18	2018	Q1'19e	Q2'19e	Q3'19e	Q4'19e	2019e	2020e	2021e	2022e
Liikevaihdon kasvu-%	9,3 %	21,3 %	18,3 %	22,6 %	13,6 %	18,6 %	9,5 %	8,5 %	6,8 %	4,3 %	7,2 %	7,0 %	6,0 %	5,0 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	-65,8 %	5785 %	39 %	-306 %	21 %	251 %	-5 %	19 %	32 %	104 %	34,9 %	21,9 %	9,8 %	5,0 %
Käyttökate-%	3,3 %	7,9 %	9,0 %	8,9 %	6,9 %	8,1 %	9,3 %	11,3 %	12,2 %	12,7 %	11,4 %	12,5 %	12,7 %	12,6 %
Oikaistu liikevoitto-%	2,0 %	5,9 %	6,7 %	6,1 %	4,6 %	5,8 %	5,1 %	7,4 %	7,6 %	8,9 %	7,3 %	8,3 %	8,6 %	8,6 %
Nettotulos-%	1,0 %	4,1 %	5,2 %	3,8 %	3,7 %	4,2 %	3,7 %	5,6 %	5,7 %	6,8 %	5,5 %	6,3 %	6,7 %	6,8 %

Lähde: Inderes

Arvostus yhteenveto

Arvostustaso	2015	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e	2022e
Osakekurssi	3,28	3,08	2,35	2,85	2,66	2,66	2,66	2,66
Osakemäärä, milj. kpl	20,7	20,7	26,8	26,8	26,8	26,8	26,8	26,8
Markkina-arvo	68	64	63	76	71	71	71	71
Yritysarvo (EV)	75	76	68	99	86	81	76	71
P/E (oik.)	13,5	15,7	64,7	16,3	10,8	8,8	7,9	7,4
P/E	16,0	15,7	64,7	16,3	10,8	8,8	7,9	7,4
P/Kassavirta	neg.	8,5	6,9	neg.	7,1	9,0	7,9	7,4
P/B	1,7	1,9	1,4	1,6	1,3	1,2	1,1	1,0
P/S	0,8	0,7	0,7	0,7	0,6	0,6	0,5	0,5
EV/Liikevaihto	0,9	0,9	0,7	0,9	0,7	0,6	0,6	0,5
EV/EBITDA (oik.)	9,7	11,1	22,1	10,9	6,3	5,0	4,4	3,9
EV/EBIT (oik.)	11,3	14,0	36,8	15,3	9,8	7,6	6,5	5,7
Osinko/tulos (%)	39,0 %	40,8 %	110,2 %	39,9 %	40,7 %	42,9 %	47,3 %	55,4 %
Osinkotuotto-%	2,4 %	2,6 %	1,7 %	2,5 %	3,8 %	4,9 %	6,0 %	7,5 %

Lähde: Inderes



Vertailuryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Osakekurssi	Markkina-arvo MEUR	Yritysarvo MEUR	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%	
				2019e	2020e	2019e	2020e	2019e	2020e	2019e	2020e	2019e	2020e
Solteq	1,50	29	52	12,9	10,3	5,7	5,7	0,8	0,8	16,6	12,4	2,0	2,7
Innofactor	0,53	19	34		22,9	8,6	6,2	0,5	0,5	26,5	11,8		
Nixu	12,40	93	91	91,3	30,4	36,5	22,8	1,8	1,6	151,8	47,8	0,1	0,3
Tieto	28,42	2086	2225	13,0	12,2	9,7	9,0	1,3	1,3	15,3	14,6	5,2	5,3
Vincit	6,10	74	69	11,4	9,8	9,8	8,6	1,3	1,2	14,7	12,6	2,9	3,6
Siili	8,70	61	58	11,7	8,3	7,3	5,8	0,7	0,7	12,8	10,0	3,9	5,5
Gofore	7,90	98	87	10,8	9,1	8,7	7,2	1,2	1,0	15,0	12,3	3,1	3,7
Acando	41,35	401	395	13,8	12,7	12,0	11,1	1,3	1,3	19,1	17,6	3,8	4,1
Knowit	204,00	373	361	11,0	10,2	9,5	9,0	1,1	1,1	15,2	14,1	3,1	3,6
Enea	139,00	260	315	15,7	13,3	12,9	11,0	3,3	3,0	17,5	14,8		
HIQ	59,50	314	301	13,5	12,6	12,3	11,5	1,6	1,5	18,3	17,0	5,9	6,2
Evry	32,35	1226	1662	10,1	9,5	8,4	8,1	1,2	1,2	10,5	9,8	5,6	6,1
Digia (Inderes)	2,66	71	86	9,8	7,6	6,3	5,0	0,7	0,6	10,8	8,8	3,8	4,9
Keskiarvo				19,6	13,4	11,8	9,7	1,4	1,3	27,8	16,2	3,6	4,1
Mediaani				12,9	11,3	9,6	8,8	1,3	1,2	15,9	13,3	3,5	3,9
Erotus-% vrt. mediaani				-24 %	-33 %	-35 %	-43 %	-44 %	-48 %	-32 %	-34 %	9 %	25 %

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

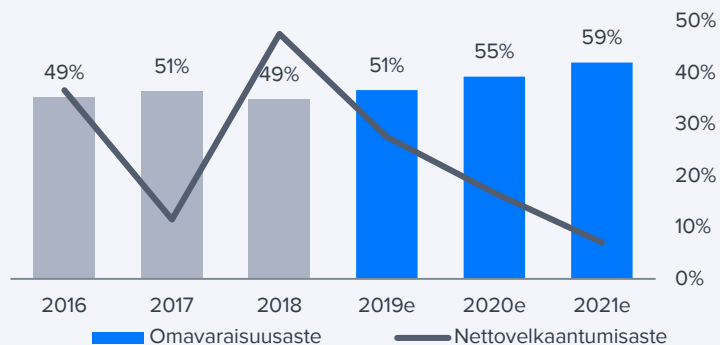
Tase

Vastaavaa	2017	2018*	2019e	2020e	2021e
Pysyvät vastaavat	52,3	68,8	70,2	71,0	71,6
Liikearvo	45,7	50,5	50,5	50,5	50,5
Aineettomat hyödykkeet	2,2	3,6	4,8	5,1	5,5
Käyttöomaisuus	3,3	13,5	14,1	14,5	14,7
Sijoitukset osakkuusyhtiöihin	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut sijoitukset	0,5	0,5	0,6	0,6	0,6
Muut pitkäaikaiset varat	0,1	0,5	0,0	0,0	0,0
Laskennalliset verosaamiset	0,4	0,2	0,3	0,3	0,3
Vaihtuvat vastaavat	34,3	29,0	32,8	35,1	37,1
Vaihto-omaisuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut lyhytaikaiset varat	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
Myyntisaamiset	22,5	27,3	27,6	29,6	31,4
Likvidit varat	11,5	1,4	4,8	5,1	5,5
Taseen loppusumma	86,6	97,8	103	106	109

Lähde: Inderes (sis. IFRS 16 -vaikutuksen)

Vastattavaa	2017	2018*	2019e	2020e	2021e
Oma pääoma	44,1	47,8	52,9	58,3	63,9
Osakepääoma	2,1	2,1	2,1	2,1	2,1
Kertyneet voittovarot	-4,9	-1,2	3,5	9,0	14,5
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	-0,3	-0,4	0,0	0,0	0,0
Muu oma pääoma	47,3	47,3	47,3	47,3	47,3
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pitkäaikaiset velat	13,9	17,6	15,2	11,9	8,2
Laskennalliset verovelat	0,3	0,6	0,2	0,2	0,2
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lainat rahoituslaitoksilta	13,0	16,2	14,5	11,2	7,5
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,6	0,8	0,5	0,5	0,5
Lyhytaikaiset velat	28,6	32,4	34,9	35,9	36,6
Lainat rahoituslaitoksilta	3,7	8,0	4,8	3,7	2,5
Lyhytaikaiset korottomat velat	24,9	24,5	30,1	32,2	34,1
Muut lyhytaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Taseen loppusumma	86,6	97,8	103	106	109

Taseen avainlukujen kehitys



DCF-malli

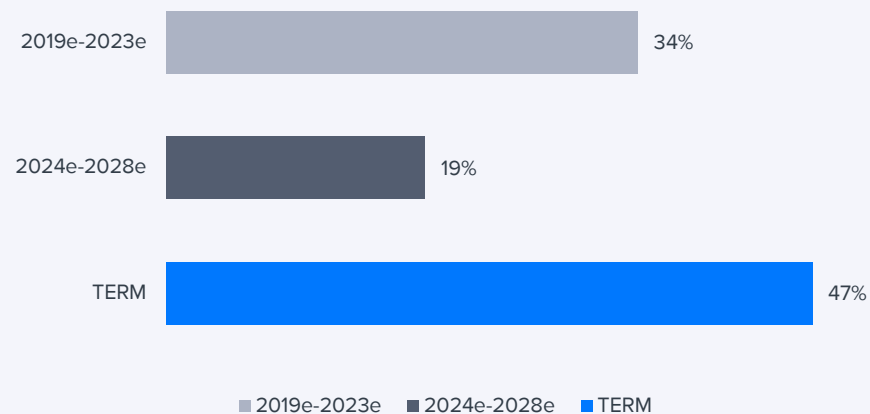
DCF-laskelma	2018	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	TERM
Liikevoitto	6,5	8,8	10,7	11,7	12,3	11,9	10,7	9,5	9,8	9,2	9,4	
+ Kokonaispoistot	2,6	5,0	5,4	5,6	5,8	5,9	5,9	6,0	6,1	6,2	6,1	
- Maksetut verot	-0,7	-2,2	-2,0	-2,3	-2,4	-2,4	-2,1	-1,9	-2,0	-1,8	-1,9	
- verot rahoituskuluista	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
+ verot rahoitustuotoista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Käyttöpääoman muutos	-5,3	5,2	0,2	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	
Operatiivinen kassavirta	3,0	16,7	14,1	15,2	15,8	15,5	14,6	13,7	14,0	13,6	13,7	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	0,2	-0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoninvestoinnit	-19,3	-6,3	-6,2	-6,2	-6,1	-6,1	-6,1	-6,3	-6,4	-5,8	-6,6	
Vapaa operatiivinen kassavirta	-16,2	10,1	7,9	9,0	9,7	9,4	8,5	7,4	7,6	7,8	7,1	
+/- 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	-16,2	10,1	7,9	9,0	9,7	9,4	8,5	7,4	7,6	7,8	7,1	115
Diskontattu vapaa kassavirta		9,5	6,9	7,1	7,1	6,3	5,2	4,2	3,9	3,7	3,1	50,4
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		107	98,0	91,2	84,0	77,0	70,7	65,4	61,3	57,3	53,6	50,4
Velaton arvo DCF		107										
- Korolliset velat		-24,1										
+ Rahavarat		1,4										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		0,0										
Oman pääoman arvo DCF		84,7										
Oman pääoman arvo DCF per osake		3,2										

Pääoman kustannus (wacc)

Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	25,0 %
Vieraan pääoman kustannus	6,0 %
Yrityksen Beta	1,30
Markkinoiden riski-premio	4,75 %
Likviditeettipremio	1,00 %
Riskitön korko	3,0 %
Oman pääoman kustannus	10,2 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	8,8 %

Lähde: Inderes

Rahavirran jakauma jaksoittain



Yhteenveto

Tuloslaskelma	2016	2017	2018	2019e	2020e	Osakekohtaiset luvut	2016	2017	2018	2019e	2020e
Liikevaihto	86,5	94,5	112,1	120,2	128,6	EPS (raportoitu)	0,20	0,04	0,18	0,25	0,30
Käyttökate	6,9	3,1	9,1	13,7	16,1	EPS (oikaistu)	0,20	0,04	0,18	0,25	0,30
Liikevoitto	5,4	1,9	6,5	8,8	10,7	Operat. kassavirta / osake	0,06	0,17	0,11	0,62	0,53
Voitto ennen veroja	5,1	1,2	6,0	8,2	10,2	Vapaa kassavirta / osake	0,36	0,34	-0,60	0,37	0,30
Nettovoitto	4,1	1,0	4,7	6,6	8,1	Omapääoma / osake	1,58	1,65	1,78	1,97	2,17
Kertaluontoiset erät	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	Osinko / osake	0,08	0,04	0,07	0,10	0,13

Tase	2016	2017	2018	2019e	2020e	Kasvu ja kannattavuus	2016	2017	2018	2019e	2020e
Taseen loppusumma	66,4	86,6	97,8	103,0	106,1	Liikevaihdon kasvu-%	7 %	9 %	19 %	7 %	7 %
Oma pääoma	32,8	44,1	47,8	52,9	58,3	Käyttökateen kasvu-%	-11 %	-55 %	195 %	51 %	17 %
Liikearvo	40,6	45,7	50,5	50,5	50,5	Liikevoiton oik. kasvu-%	-19 %	-66 %	251 %	35 %	22 %
Nettovelat	12,0	5,1	22,7	14,6	9,7	EPS oik. kasvu-%	-20 %	-81 %	383 %	40 %	23 %
Kassavirta	2016	2017	2018	2019e	2020e	Käyttökate-%	7,9 %	3,3 %	8,1 %	11,4 %	12,5 %
Käyttökate	6,9	3,1	9,1	13,7	16,1	Oik. Liikevoitto-%	6,3 %	2,0 %	5,8 %	7,3 %	8,3 %
Nettokäyttöpääoman muutos	-4,4	1,9	-5,3	5,2	0,2	Liikevoitto-%	6,3 %	2,0 %	5,8 %	7,3 %	8,3 %
Operatiivinen kassavirta	1,3	4,5	3,0	16,7	14,1	ROE-%	11,0 %	2,5 %	10,2 %	13,1 %	14,6 %
Investoinnit	7,1	-8,0	-19,3	-6,3	-6,2	ROI-%	10,7 %	3,5 %	9,8 %	12,1 %	14,7 %
Vapaa kassavirta	7,5	9,1	-16,2	10,1	7,9	Omavaraisuusaste	49,4 %	51,0 %	48,9 %	51,3 %	55,0 %
						Nettovelkaantumisaste	36,6 %	11,6 %	47,6 %	27,6 %	16,7 %

Suurimmat omistajat	%-osakkeista
Ingman Development Oy Ab	22,4 %
Keskinäinen Eläkevakuutusyhtiö Ilmarinen	14,6 %
Etola Oy	6,0 %
Tiiviste-Group Oy	4,9 %
Keskinäinen työeläkevakuutusyhtiö Varma	4,7 %
Jyrki Hallikainen	3,7 %

Lähde: Inderes

Arvostuskertoimet	2016	2017	2018	2019e	2020e
EV/Liikevaihto	0,9	0,7	0,9	0,7	0,6
EV/EBITDA (oik.)	11,1	22,1	10,9	6,3	5,0
EV/EBIT (oik.)	14,0	36,8	15,3	9,8	7,6
P/E (oik.)	15,7	64,7	16,3	10,8	8,8
P/B	1,9	1,4	1,6	1,3	1,2
Osinkotuotto-%	2,6 %	1,7 %	2,5 %	3,8 %	4,9 %

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 taee tulevasta. Tehdessään päätöksiä sijoitustoimenpiteistä, asiakkaan tulee perustaa päätöksensä omaan tutkimukseensa, sekä arvioida 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 prosenttieroona. Suosituspolitiikka on neliportainen suosituksin 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 arvon mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonmääritysmenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF) ja lisäarvomalli (EVA), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa-analyysi. Käytettävät arvonmääritysmenetelmät ja tavoitehinnan perusteet ovat aina yhtiökohtaisia ja voivat vaihdella merkittävästi riippuen yhtiöstä ja (tai) toimialasta.

Inderesin suosituspolitiikka perustuu seuraavaan jakaumaan suhteessa osakkeen nousuvaraan 12-kuukauden 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 yhtiöissä. Inderes Oy voi omistaa seuraamiensa kohdeyhtiöiden osakkeita ainoastaan siltä osin, kuin yhtiön oikeaa rahaa sijoitavassa mallisalkussa on esitetty. Kaikki Inderes Oy:n omistukset esitetään yksilöitynä mallisalkussa. Inderes Oy:llä ei ole muita omistuksia analyysin kohdeyhtiöissä. Analyysin laatineen analyytikon palkitsemista ei ole suoralla tai epäsuoralla tavalla sidottu annettuun suositukseen tai näkemykseen. Inderes Oy:llä ei ole investointipankkiliiketoimintaa.

Inderes tai sen yhteistyökumppanit, joiden asiakkuuksilla voi olla taloudellinen vaikutus Inderesiin, voivat liiketoiminnassaan pyrkiä toimeksiantosuhteisiin eri liikkeeseenlaskijoiden kanssa Inderesin tai sen yhteistyökumppanien tarjoamien palveluiden osalta. Inderes voi siten olla suorassa tai epäsuorassa sopimussuhteessa tutkimuksen

kohteena olevaan liikkeeseenlaskijaan. Inderes voi yhdessä yhteistyökumppaneineen tarjota liikkeeseenlaskijoille Corporate Broking -palveluita, joiden tavoitteena on parantaa yhtiön ja pääomamarkkinoiden välistä kommunikaatiota. Näitä palveluita ovat sijoittajatilaisuuksien ja -tapahtumien järjestäminen, sijoittajaviestinnän liittyvä neuvonanto, sijoitustutkimusraporttien laatiminen. Inderes on tehnyt tässä raportissa suosituksen kohteena olevaan liikkeeseenlaskijan kanssa sopimuksen, jonka osana on tutkimusraporttien laatiminen.

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

Suositushistoria (>12 kk)			
Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
2.3.2018	Lisää	2,40 €	2,17 €
30.4.2018	Lisää	2,85 €	2,51 €
13.8.2018	Osta	3,40 €	2,90 €
31.10.2018	Lisää	3,20 €	2,84 €
11.2.2019	Lisää	3,20 €	2,69 €
10.4.2019	Osta	3,10 €	2,66 €



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

Inderes Oy

Itämerentori 2
00180 Helsinki
+358 10 219 4690

Palkittua analyysiä osoitteessa www.inderes.fi

Palkinnot



2015, 2018
Suositus- ja
ennustetarkkuus



2014, 2016, 2017
Suositustarkkuus



2014, 2015, 2016, 2018
Suositus- ja
ennustetarkkuus



2012, 2016, 2018
Suositustarkkuus



2012, 2016, 2017, 2018
Suositus- ja
ennustetarkkuus



2017
Suositustarkkuus



2017
Suositustarkkuus



2018
Ennustetarkkuus



**Analyysi kuuluu
kaikille.**