

Siili Solutions

Yhtiöraportti

6/2017

inde
res.

Arvonluonti jatkuu

Siilillä on vahvat näytöt omistaja-arvon luomisesta sekä yhtiön kyvystä ennakoida IT-markkinan trendejä. Yhtiön strategia vastaa mielestämme edelleen hyvin IT-markkinan ajureihin ja markkinan kysyntäfundamentit ovat viimeisen vuoden aikana vahvistuneet. Toistamme lisää-suosituksen ja tarkistamme tavoitehintaa 12,0 euroon (aik. 10,5 EUR).

Osaamisalueet vastaavat hyvin markkinatrendeihin

Mielestämme Siili lukeutuu Suomen IT-markkinan visionäärisimpien toimijoiden joukkoon. Yhtiö on strategiavalinnoillaan ennakoanut onnistuneesti IT-markkinan kehitystä ja noussut markkinan arvoketjussa vahvempaan asemaan. Yhtiön nykyinen osaamisportfolio (mm. design, ohjelmistokehitys, data&analytiikka ja integraatio) sekä panostusalueet (mm. automaatio, ohjelmistorobotiikka, 3D/VR/AR) vastaavat hyvin markkinan kysyntään ja antavat yhtiölle perustan kehittää liiketoimintaa kohti kokonaisvaltaisempien ratkaisujen toimittajan roolia suurissa asiakkaissa. Siili erottuu markkinan suuremmista kilpailijoista, joiden kulttuurit ja rakenteet eivät taivu riittävästi IT-markkinan muutosnopeuden edellyttämään ketteryyteen.

Markkinan näkymät ovat hyvät ja suosivat pieniä ketteriä toimijoita

IT-markkinoilla eletään hyvin suotuisaa ajanjaksoa ja markkinan kysyntänäkymät ovat erinomaiset. Lisäksi lukuisat markkinatrendit ovat suosineet pieniä ja ketteriä toimijoita. Sektorin yhtiöiden liiketoimintamallien kestävyyttä arvioitaessa on kuitenkin katsottava nykyistä sykliä pidemmälle. Siilin ja monien muiden nopeasti kasvaneiden ketterien ohjelmistokehittäjien tulee mielestämme pyrkiä nousemaan resurssivuokraajan roolista kohti liiketoimintakriittisemmän toimittajan asemaa suurissa asiakasorganisaatioissa saavuttaakseen liiketoimintamallin vahvemman kilpailuedun ja jatkuvuuden. Siili on edistynyt usean vuoden ajan kurinalaisesti tällä matkalla orgaanisesti ja yritysostoin. Yhtiön haasteena tulevat näkemyksemme mukaan olemaan kyky yhdistää eri osaamisalueet ja niiden kulttuurit, rajua osajakilpailu IT-markkinoilla, asiakkaiden neuvotteluvoima asiakaskoon kasvaessa sekä kyky säilyttää ketteryyteen ja kevyeen hallintorakenteeseen liittyvät kilpailuedut koon kasvaessa.

Kasvua hallituin riskein ja omistaja-arvoa luoden

Siili on kasvanut viimeiset kolme vuotta noin 20 %:n vauhtia orgaanisesti, mikä todistaa yhtiön osaamisalueiden vahvaa kysyntää markkinassa. Yhtiön kannattavuus (EBITDA-%) ei kuulu sektorin parhaimpiin, mutta se on pysynyt viiden vuoden ajan erittäin vakaana 9-10 %:ssa, mikä heijastelee onnistunutta riskien hallintaa. Osakekohtainen tulos on kasvanut 26 % (CAGR-%) vuosina 2012-2016, mikä osoittaa osin yritysostoin tapahtuneen kasvun luoneen omistaja-arvoa.

Arvonnousu edellyttää tulokasvun jatkumista

Arvioimme Siilin kasvun ja kannattavuuden jatkuvan yhtiön historiallisella vakaalla tasolla. Siilin osaketta hinnoitellaan karkeasti Pohjoismaisen IT-palvelusektorin tasolle. Emme näe arvostuskertoimissa nousuvaraa (2017e P/E 16,5x, EV/EBITDA 11x), vaan osakkeen tuottoa ohjaa enemmän tulokasvu. Odotamme yhtiön nostavan tämän vuoden ohjeistusta, minkä pitäisi myös tukea osaketta. Siilin tase on ylikapitalisoitunut, mikä mahdollistaa tulokasvun kiihdyttämisen investoinneilla kansainvälistymiseen tai yhtiön aktiivisella osallistumisella sektorin konsolidaatioon Suomessa.

Analyttikko

Mikael Rautanen
+358 44 025 8908

mikael.rautanen@inderes.fi



Suositus ja tavoitehintaa

Lisää

Edellinen: Lisää



12,0 EUR

Edellinen: 10,5 euroa

Osakekurssi: 11,34 EUR

Potentiaali: 6 %

Avainluvut

	2016	2017e	2018e
Liikevaihto	48,4	60,0	69,6
- kasvu-%	16 %	24 %	16 %
EBITDA	4,8	6,3	7,5
- EBITDA-%	9,9 %	10,5 %	10,8 %
Tulos ennen veroja	4,0	5,7	6,8
Nettotulos	3,2	4,5	5,5
EPS (oik.)	0,52	0,69	0,82

Lähde: Siili, ennuste Inderes

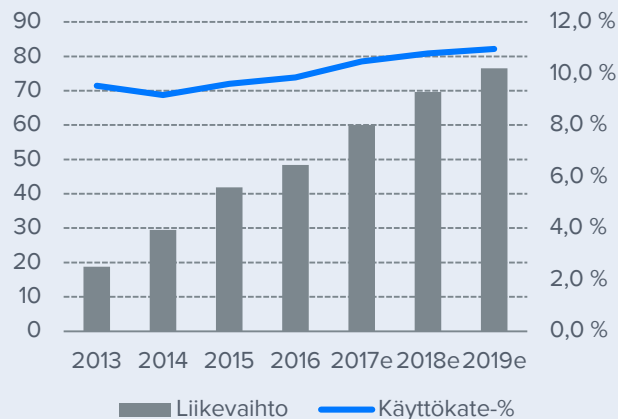
	2016	2017e	2018e
Osakekurssi, EUR	8,26	11,34	11,34
Markkina-arvo MEUR	57	80	80
EV, MEUR	49	70	67
P/E (oik.)	15,8	16,5	13,9
EV/Sales	1,0	1,2	1,0
EV/EBITDA	9,7	11,0	8,9
Osinkotuotto-%	3,6 %	3,1 %	3,7 %

Lähde: Inderes

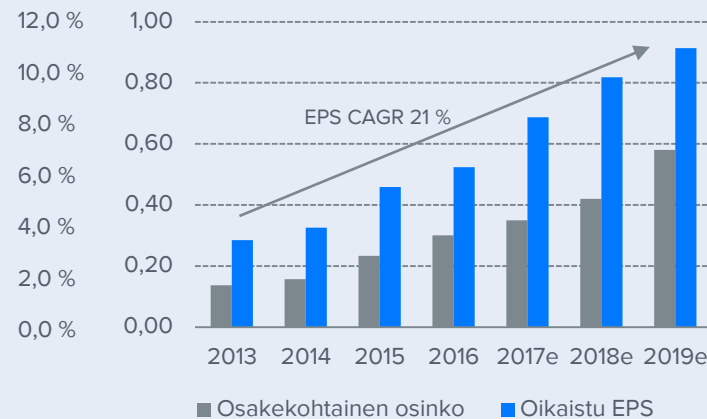
Kurssikehitys



Liikevaihto ja käyttökate



EPS ja osinko



Lähde: Reuters



Arvoajurit

- Vakaa kasvu ja kannattavuus
- Omistaja-arvoa luovat yrityskaupat
- Siili hyvin asemoitunut markkinatrendeihin
- Markkinalla hyvät kasvunäkymät



Riskitekijät

- Markkinatilanteen kääntyminen
- Projektinhallinnassa onnistuminen
- Kasvava riippuvuus suurista asiakkaista ja hankkeista
- Kasvun hallinta ja yritysostojen onnistuminen



Arvostus

- Vahva track-record antaa selkänöjää
- Arvostus linjassa vertailuryhmään nähden
- Arvotuskertoimissa ei nousuvaraa, arvonnousu tulee tuloskasvun kautta
- Hyvä ja kasvava osinkotuotto-%

Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	s. 5-8
IT-palvelumarkkinat	s. 9-13
Kilpailu	s. 15-17
Strategia	s. 18-23
Historiallinen kehitys ja taloudellinen tilanne	s. 24-25
Ennusteet ja arvonmääritys	s. 26-29
Taulukot	s. 30-35
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	s. 36

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 1/2

Ketterä ja kasvava IT-palveluyhtiö

Siili on vuonna 2005 perustettu teknologiariippumaton ohjelmistojärjestelmien luovaan suunnitteluun ja tekniseen toteutukseen erikoistunut yritys. Siili tuottaa koko tietojärjestelmän kattavia IT-asiantuntijapalveluita. Tarjottavat palvelualueet yhdistävät palveluiden luovan suunnittelun (Design), tehokkaan teknisen toteutuksen (Teknologia) ja datan hallinnan (Data). Kilpailuetu luodaan näiden osaamisten yhdistelmällä, mistä muodostuu datakeskeinen suunnittelu (data driven design) ja designkeskeinen ohjelmistokehitys (design driven development). Siilin palvelemaat asiakassektorit ovat julkishallinto, finanssi, media ja tietoliikenne, teollisuus ja palvelut sekä autoteollisuus (ulkomailla).

Yhtiön liikevaihto vuonna 2016 oli 48 MEUR ja se työllisti 440 osaajaa. Siili listautui Helsingin pörssin First North -listalle loppuvuonna 2012 ja siirtyi pörssin päälistalle keväällä 2016. Yhtiö on rakentunut lukuisista yrityskaupoista, joita se on tehnyt vuoden 2007 jälkeen yhdeksän.

Siilin osakkeen kokonaistuotto First North -listautumisannin merkintähintaan nähden on ollut yli 500 % alle viiden vuoden ajalta. Arvonluonti on perustunut suhteellisten arvostustasojen nousuun, vahvaan orgaaniseen kasvuun sekä onnistuneisiin yrityskauppoihin. Vuodesta 2012 yhtiön liikevaihto ja osakekohtainen tulos ovat kasvaneet reilun 30 %:n vuotuista vauhtia. Käyttökate-% on ollut 2012-2016 jokaisena vuotena 9-10 %:n välissä.

Päämarkkina Suomessa

Siilin päämarkkina on Suomi, mutta yhtiö on

myös laajentunut Saksan ja Yhdysvaltojen markkinoille palvelemaan erityisesti autoteollisuuden asiakkaita. Yksiköitä yhtiöllä on Helsingissä, Oulussa, Berliinissä sekä Puolan Wrocławissa. Oulun yksikön rooli on palvella omia paikallisia asiakkaita sekä tukea tuotantoyksikkönä muun organisaation toimituskyvykkyyttä. Puolan yksikön rooli on toimia kustannustehokkaana tuotantoyksikkönä, joka palvelee myös eurooppalaisia asiakkaita. Berliinissä yhtiöllä on vielä pieni myyntivetoinen organisaatio (11 hlö), joka palvelee muutamia kansainvälisiä avainasiakkuuksia Puolan yksikön tuotantokyvykkyuden tukemana.

Siili profiloitu Suomen IT-markkinalla ketterien ohjelmistokehittäjien (kuten Futurice, Vincit, Reaktor) ja suurten generalistien (kuten Tieto, CGI) välimaastoon pyrkien yhdistämään molempien puoltien vahvuuksia. Yhtiö on toiminut tienraivaajana luovan design-osaamisen ja teknologiaosaamisen yhdistäjänä, mikä on nousut nopeasti yhdeksi tärkeäksi kilpailutekijäksi IT-markkinalla.

Kotimaassa Siili kilpailee pääasiassa suurista asiakkaista suurempia IT-generalisteja vastaan. Yhtiön ensisijaisina asiakasorganisaatioita ovat Suomen 500 suurinta yritystä sekä julkinen sektori. Kansainvälisesti yhtiö tavoittelee pääsyä globaaleihin asiakkuuksiin. Yhtiö pyrkii ketterällä toimintamallillaan, luovalla osaamisella sekä digitaalisten palveluiden kehityksen osaamisellaan syrjäyttämään etenkin suuria IT-palvelutaloja suurissa asiakasorganisaatioissa.

Liiketoimintamalli osaajamyntiä

Liiketoimintamalliltaan Siili on korkean tason asiantuntijaresurssien myyntiä. Oman tuote- tai

ohjelmistoliiketoiminnan kehittäminen ei kuulu Siilin liiketoimintamalliin. Hankkeita toimitetaan kiinteinä projektitoimituksina, tuntityöhön perustuvana laskutuksena tai näiden yhdistelmänä. Yhtiöllä ei ole vielä merkittävää ylläpitoliiketoimintaa tai -organisaatiota, mikä on heikkous liiketoimintamallin jatkuvuuden ja kokonaisratkaisujen toimituskyvykkyuden näkökulmasta. Yhtiön lähestymistapa jatkuviin palveluihin on kuitenkin painottaa automaatiota ja panostaa ohjelmistorobotiikan alueelle, mikä on tulevaisuuden kasvualue. Lisäksi rajanveto ohjelmistokehityksen ja ylläpidon välillä myös hämärtyy ohjelmistokehityksen kehitys- ja tuotantotoimintojen (DevOps) lähentyessä. Siilin liiketoimintamallin vahvuuksia ovat vakaa kannattavuus ja rahavirta, ketteruus ja kevyt organisaatio- ja kustannusrakenne. Liiketoimintamallin heikkouksia mielestämme ovat skaalautuvuuden ja jatkuvuuden puute.

Siili uskoo teknologiariippumattomuuteen eli yhtiö ei ole erikoistunut toimittamaan minkään yksittäisen päämiehen teknologioita. Teknologiariippumattomuuden ansiosta yhtiö uskoo pystyvänsä toimittamaan aina asiakkaan tarpeeseen parhaiten soveltuvan teknologian. Teknologiariippumattomuuden haasteena IT-yhtiölle on kasvattaa riittävän laaja osaamisen kirjo, jotta yhtiöllä löytyisi riittävästi parhaita osaajia kattamaan eri teknologioita. Teknologiariippumattomuuden ja eri teknologioiden vahvan tuntemuksen ansiosta Siilin yksi selkeä vahvuus on yhtiön kyky integroitua asiakkaiden olemassa oleviin järjestelmiin, jotka edustavat useita erilaisia teknologioita.

Kumppanit



Teknologiatoimittajat ja -yhteisöt

Toiminnot

Rekrytointi



Myynti



Projekti-toimitus



Liiketoimintaidea

Siili yhdistää designin, ohjelmistokehityksen ja datan asiakaskeskeiseksi kokonaisuudeksi yhdessä asiakkaan kanssa.

Teknologiariippumaton ja tehokas tekninen toteutus

Luova datakeskeinen suunnittelu

siili_

Strateginen liiketoimintanäkemyks

Kokonaisvaltainen informaationhallinta

Kilpailu

IT-generalistit

accenture



CGI

digia

Affecto

SOLTEQ

Ketterät ohjelmistokehittäjät

futurice

Reaktor

idean

SOLITA

VINCIT

Osaamisalueet

Teknologia



Design



Data



Alihankkijat, resurssivuokraajat

Asiakassegmentit

Suurin asiakas 18 % liikevaihdosta (2016)



Teollisuus ja palvelut



Finanssi



Julkishallinto



Tietoliikenne ja media



Automotive (ulkomaat)

Kustannusrakenne

440 hlö (2016)

44 m€ (2016)



Asiantuntijat Helsinki, Oulu ja Puola (70% kustannuksista)



Alihankkijat ja ostot (18%)



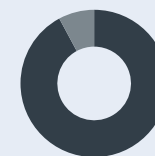
Liiketoiminnan muut kulut (13%)

Tulovirrat

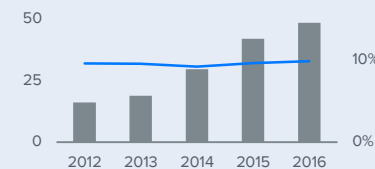
Liikevaihto 48,4 m€
EBITDA 4,8 m€ (2016)



Projekti- ja asiantuntijatyö



■ Suomi ■ Ulkomaat



■ Liikevaihto — EBITDA-%

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 2/2

Siilin osaamisalueet

Siilin palvelutarjonta on jaoteltu designiin, teknologiaan ja dataan. Palvelumuotoilu ja arkkitehtuuri ovat osaamisalueita, jotka yhdistävät nämä kolme osaamisaluetta.

Design on Siilin keihäänkärki ja Avaus Consulting -yrityskaupan (2014) jälkeen Siili on noussut tällä alueella kärkitoimijoiden joukkoon Suomessa. Alue käsittää digitaalisten palveluiden käyttäjäkokemuksen suunnittelun eri päätelaitteille eri ympäristöissä. Kilpailuetua haetaan yhdistämällä luovuuteen data (datakeskeinen suunnittelu), jonka avulla tunnistetaan uusia tarpeita ja voidaan luoda uusia innovaatioita. Digitaalisten palveluiden design työllistää yli 100 työntekijää.

Teknologia -alue työllistää noin 350 osaajaa ja vastaa palveluiden teknisestä toteutuksesta. Eri teknologioiden tuntemus ja järjestelmäintegraattorin kyvykkyydet ovat Siilin toiminnan ytimessä, mikä luo kilpailuetua digitaalisten palveluiden kehitykseen.

Data -alue pyrkii jalostamaan datasta ymmärrystä uusien liiketoimintamallien, lisäarvoa tuottavien palveluiden ja parempien käyttökokemusten kehittämiseen. Data- ja analytiikkaosaaminen ovat keskeisessä roolissa tulevaisuuden kasvualueilla kuten automaatioissa, keinoälyssä ja esineiden internetissä. Lisäksi datasta ja analytiikasta on nousemassa strategisempi kilpailutekijä yhä useammille asiakasyrityksille. Data-alue työllistää noin 100 osaajaa.

Arkkitehtuuri on osa-alue, joka auttaa asiakkaan IT-arkkitehtuurin ja sen problematiikan

ymmärryksessä.

Palvelumuotoilu vastaa uusien palveluiden innovoinnista ja suunnittelusta. Tämä jakautuu digitaaliseen palvelumuotoiluun ja liiketoiminnan palvelumuotoiluun, joka käsittää asiakkaan liiketoimintaa laajempaa kokonaisuutena. Liiketoiminnan palvelumuotoilu käsittää teknologian lisäksi laajemman strategisen liiketoimintaymmärryksen, mihin Siilillä on muutamia osaajia.

Arkkitehtuurin ja palvelumuotoilun osaamisella vahvistetaan kokonaisymmärrystä asiakkaan IT-infrastruktuurista ja liiketoiminnasta. Näiden osaamisen avulla IT-toimittaja voi nousta asiakkaassa kriittisempään ratkaisutoimittajan rooliin pelkän resurssimyyntin tai pistemäisten ratkaisujen toimittamisen sijaan. Nämä alueet tuovat samalla yhteen designin, teknologian ja datan asiantuntijat. Palvelumuotoilun ja liiketoimintakonsultoinnin suuntaan ovat laajentuneet Suomessa viime aikoina muun muassa Futurice, Vincit, Gofore ja Solita.

Kansainvälisessä liiketoiminnassa Siili myy pääasiassa tuotekehityspalveluita autoteollisuudelle. Tällä alueella kysyntä on nyt vahvaa ja asiakkaan ostajana on tuotekehitys. Tuotekehitysprojektien palveleminen tekee liiketoiminnasta projektiluontoisempaa ja syklistä, minkä takia Siili etenee tällä alueella varoen ja hallituin riskein, vaikka kasvupotentiaalia olisi paljon. Kotimassa IT-järjestelmäkehityksen liiketoiminnassa Siilin liiketoiminta perustuu huomattavasti jatkuvampiluonteiseen järjestelmäkehitykseen.

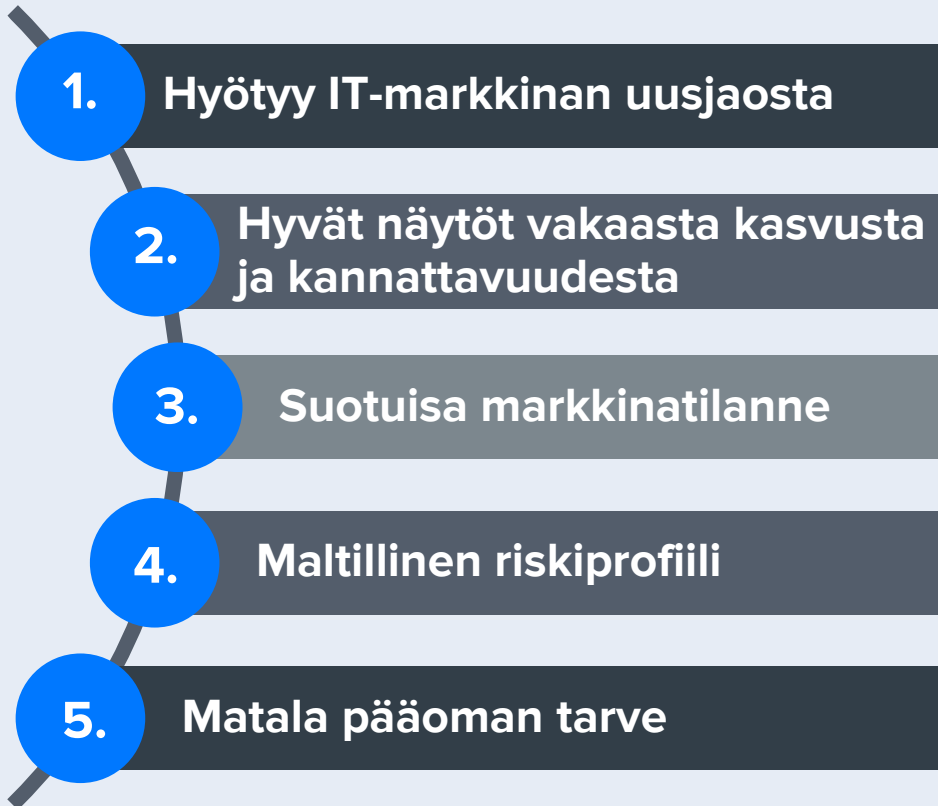
Sijoitusprofiili: kasvua hallituin riskein

Sijoittajanäkökulmasta Siilissä yhdistyy vahva kasvuhakuisuus, hallitut riskit sekä vahva ja kevyellä taseella pyörivä liiketoiminta, joka mahdollistaa kasvun ohella hyvän ja kasvavan osinkovirran. Yhtiö toimii selvästi kasvavilla markkinoilla ja on osoittanut olevansa yksi visionäärisimpiä toimijoita tulevien markkinatrendien ennakoinnissa, minkä ansiosta Siili on ollut selkeä voittaja IT-markkinan viime vuosien murroksessa. Kasvua on tehty hallituin riskein ja lukuisista yrityskaupoista ja voimakkaasta laajentumisesta huolimatta yhtiö on onnistunut pitämään kannattavuuden hämmästyttävän stabiilina, minkä johdosta tuloskehitys on ollut yllätyksetöntä. Kasvu on myös luonut selvää omistaja-arvoa.

Siilin osakkeen arvonmuodostus tulee pitkällä aikavälillä koostumaan hyvästä osinkovirrasta sekä mahdollisuudesta arvonnousun jatkumiseen, mikäli yhtiön kasvustrategian toteutus niin yrityskauppojen kuin organisen kasvun osalta jatkuu onnistuneena.

Siilin suhteellisen arvostustason nousun rajoitteena on liiketoimintamallin heikko skaalautuvuus sekä se, että yhtiön toimialalla on vaikea rakentaa liiketoimintamalliin vahvaa kilpailusuojaa ja jatkuvuutta. Heikon skaalautuvuuden positiivisena puolena on se, että kulurakenne skaalautuu myös alaspäin, mikä pienentää riskejä.

Sijoitusprofiili



Potentiaali

- Orgaanisen ja epäorgaanisen arvoa luovan kasvun jatkuminen
- Kasvu autoteollisuudessa kansainvälisesti
- Teknologiaavalintojen onnistuminen

Riskit

- Yritysostojen ja kansainvälistymisen onnistuminen
- Kasuvat projektiriskit ja asiakasriippuvuus
- Orgaanisen kasvun hallinta ja osaajakilpailu

IT-palvelumarkkinat 1/4

Markkinan koko ja kasvu

Markkina kääntyi hyvään vetoon viime vuonna

Suomen ICT-kokonaismarkkinan koko on Gartnerin (Marketvisio) arvion mukaan hieman noin 6,5 miljardia euroa (sisältäen laitemyynnin), mistä IT-palvelumarkkinan koko on noin puolet. Pohjoismaiden (Ruotsi, Norja, Suomi, Tanska) IT-palvelumarkkinan koko on noin 14 miljardia euroa ja Suomen osuus tästä noin viidennes (IDC). Ruotsi on yksittäisistä markkinoista suurin.

IT-palvelumarkkinan euromääräisen koon määritelmä on mielestämme hämartyssä, sillä IT-yhtiöiden toimintakenttä risteää yhä vahvemmin uusien rinnakkaismarkkinoiden kanssa, joita ei ole perinteisesti katsottu kuuluvan IT-markkinoihin (sivu 11). Näitä ovat esimerkiksi design, markkinointi ja palvelumuotoilu. Monien IT-alan yritysten ja myös Siilin näkökulmasta markkinan sisäinen murros on paljon keskeisempää kuin itse markkinan kasvu.

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

mitä investointeja heidän tulee tehdä.

Siili on ollut vahvassa kasvussa läpi 2010-luvun, eikä markkinan heikko kysyntätilanne ennen vuotta 2016 hidastanut yhtiötä. Markkinakasvua nopeamman kasvun taustalla on Siilin asemoituminen IT-markkinan kasvaville alueille. Lisäksi kasvua ovat kiihdyttäneet yrityskaupat.

IT-investoinneilla haetaan nyt myös uutta liiketoimintaa

Viime vuosien taantumaolosuhteissa yritysten ja julkishallinnon kysyntä IT-ratkaisuissa on painottunut liiketoiminnan tehokkuutta parantaviin ja nopeita kustannussäästöjä tuoviin IT-ratkaisuihin. Niiden ohjelmistojen hankintaa on lykätty, jotka eivät ole liiketoiminnan kannalta kriittisiä tai välttämättömiä. Lisäksi IT-hankinnat ovat alkaneet painottua pienempiin ja nopeasti toimitettaviin projekteihin, mikä on tukenut pieniä ja ketteriä toimijoita.

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

IT-hankintojen aktiviteetti vaihtelee myös asiakassektoreittain. IT-markkinan toimijat ovat tyypillisesti hajauttaneet liiketoimintansa

palvelemaan useiden eri sektoreiden asiakkaita, sillä syklisyys on projektiliiketoiminnalle haastavaa. Julkinen sektori on myös tärkeä IT:n ostaja ja edustaa merkittävää osuutta liikevaihdosta monille toimijoille. Julkisen sektorin palveleminen vaatii kuitenkin toimijoilta erityisosaamista sen poikkeavan ostoprosessin takia.

Markkinan kasvunäkymät on hyvät

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

Markkinan piristyminen johtuu osin Suomen taloustilanteen piristymisestä. Suurempana ajurina mielestämme on digitalisaatiomurros, jonka myötä organisaatioiden IT-hankinnat ovat alkaneet painottua yhä enemmän uutta liiketoimintaa ja ansaintaa luoviin ratkaisuihin perinteisten sisäistä tehokkuutta parantavien järjestelmien sijaan. Yhä useammat asiakasorganisaatiot myös kohtaavat digitalisaation myötä uutta kilpailua, mikä on pakottanut niitä kasvattamaan investointeja. Digitalisaatiosta on tullut hallitustason strateginen asia, minkä takia IT:n ostaminen ei ole enää tietohallinnon ja tukitoimintojen vetämää.

Digitalisaation IT-markkinalle antama piristysriske on mielestämme vasta käynnistynyt.

IT-palvelumarkkinat 2/4

Monilla toimialoilla yrityksille on vielä epäselvää, mitä digitalisaatio niiden liiketoiminnalle tarkoittaa. Yrityksissä kuitenkin aletaan ymmärtää, että tulevaisuudessa liiketoimintamallit ja kilpailuedut rakentuvat yhä vahvemmin digitaalisuuden ympärille. Siten markkinan kysyntäfundamentit ovat mielestämme vakaalla pohjalla vielä vuosiksi eteenpäin IT-palveluyhtiöille. Suurimman riskin kysynnälle aiheuttaa lähinnä yleinen taloustilanne, sillä investointeja on helppo jarruttaa talouden taantumassa.

Kilpailu käydyään osaajista

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

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

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

Siili on 100 osaajan rekrytointin rajapyykin jo saavuttanut. Monet toimijat ovat laajentaneet toimintaa uusiin kaupunkeihin päästäkseen kiinni uusiin rekrytointimarkkinoihin. Myös teollisuus kilpailee samoista osaajista ja digipuolen rekrytointiaikeissa näkyviä ovat olleet esimerkiksi OP-ryhmä ja Kesko. IT-yhtiöiden asiakkaat ovat myös havainneet, että digitalisaatio on jatkuva prosessi, jota ei voi hankkia vain projektina IT-toimittajalta. Tämän takia myös teollisuus on aktivoitunut kilpailemaan samoista resursseista.

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

Suomesta ponnistetaan ulkomaille

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

Uusilta kansainvälisiltä markkinoilta haetaan kotimarkkinaa vauhdikkaampaa kasvua sekä parempaa tuntumaa IT-markkinan ja teknologian trendeihin. Myös tietyt nousevat asiakasvertikaalit kuten autoteollisuus vetävät kansainvälistymisinvestointeja, minkä takia monet näkevät myös Saksan markkinan kiinnostavana (kuten Futurice ja Siili).

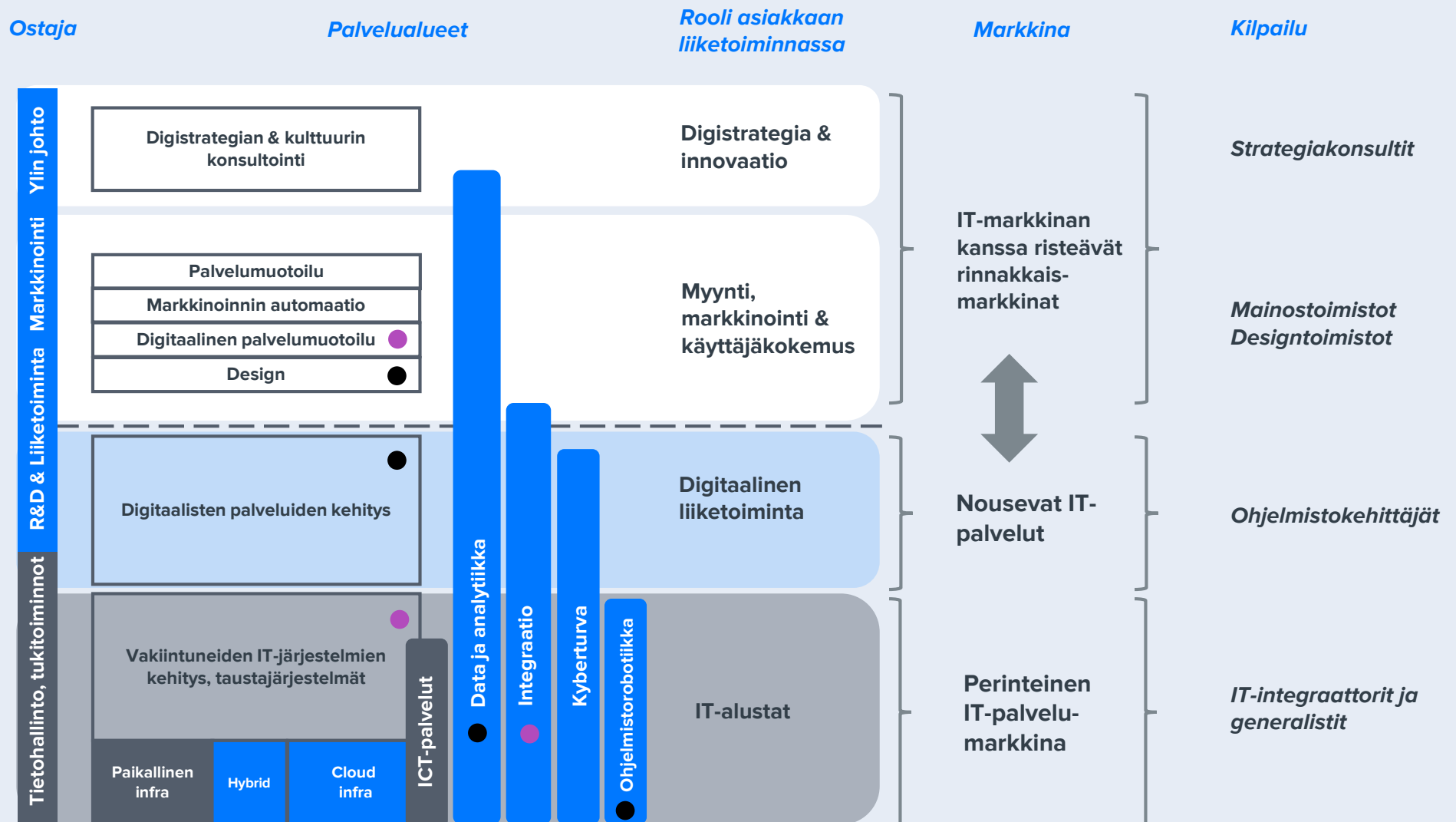
Suotuisan syklin ei pidä antaa sokaista

IT-markkinan sykli on nyt suotuisa, mikä on mahdollistanut monien toimijoiden voimakkaan kasvun ja erinomaisen kannattavuuden. Suotuisa sykli kantaa nykyisen näkymän perustella vielä vuosia. Sektorin yritysten todellinen kilpailukyky ja niiden liiketoimintamallien kestävyys mitataan kuitenkin vasta markkinan kysyntätilanteen heikentyessä.

IT-palvelumarkkinan jakautuminen

Siilin tarjonta

- Ydinosamisalue
- Osaamisalue



IT-palvelumarkkinat 3/4

Markkinatrendit

Trendit organisaatioiden IT-ostamisessa

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

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

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

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

viedä pilveen, tullaan myös viemään pilveen sen hyötyjen takia. Hyötyjiä ovat ne, joilla on vahvaa omaa osaamista pilviteknologioissa. Häviäjiä ovat perinteisen paikallisen IT-infrastruktuurin toimittajat.

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

IT-palvelumarkkinat 4/4

- 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. Esimerkiksi Accenture on kertonut korvanneensa 1,5 vuodessa 17000 ihmisen rutiinityöt robotiikalla. Samalla kuitenkin oman ylläpitoliiketoiminnan kannibalisoiminen voi hidastaa perinteisten toimijoiden uskallusta panostaa ohjelmistorobotiikkaan. Nämä trendit palauttavat IT-osaamisen kustannuskilpailuetua Aasiasta Eurooppaan. Häviäjät ovat toimijat, joiden kilpailuetu on perustunut puhtaasti offshore-kustannustehokkuuteen. Hyötyjiä ovat toimijat, jotka pystyvät yhdistämään paikallisen läsnäolon lähellä asiakasta sekä saavuttamaan riittävän kustannustehokkuuden hyödyntämällä nearshore- ja/tai offshore-resurssia oikeassa suhteessa. Lisäksi voittajia ohjelmistorobotiikan osaajat.

Trendit asiakastoimialoilla

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

- Julkisella sektorilla tehokkuutta ja kansalaisille parempaa palvelua haetaan palveluiden sähköistämisellä ja tehokkaammalla tiedon hyödyntämisellä. Tulevaisuuden mahdollisuuksina tutkitaan

älykaupunkiin liittyviä mahdollisuuksia. Lisäksi julkisten palveluiden organisaatioiden keskittäminen ja hallinnon uudistukset kasvattavat tarvetta IT-järjestelmien keskittämiseksi. Viime vuosina julkishallinnon sähköisissä palveluissa Suomessa yhdeksi uudeksi kärkinimeksi on noussut nopeasti kasvanut Solita.

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

Murros jakaa markkinaa kahtia

Riippuen IT-yrityksille relevanteista markkinoista, voidaan karkeasti olettaa IT-palvelumarkkinan jakautuneen noin 20/80 % jaolla uusien

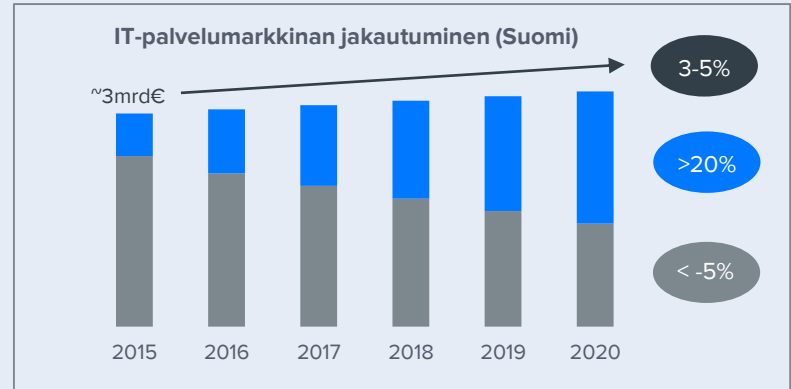
digitaalisten palveluiden ja perinteisemmän tietojärjestelmäkehityksen välille. Useamman käsityksen mukaan suhdeluku muuttuu modernin arkkitehtuurin myötä ja vastaava jako vuonna 2020 on lähemmäs 50/50 %.

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

Ei ole sattumaa, että viime vuosina IT-generalistien tehdessä mittavia irtisanomisia samaan aikaan monet pienet, voimakkaammin liiketoimintalähtöiset IT-talot ovat pystyneet huimaan kasvuun. Kahtiajako ”perinteisen IT:n” ja ”nousevan IT:n” välillä on mielestämme yksi keskeisiä syitä, minkä takia Suomenkin markkinasta löytyy esimerkiksi Siilin, Vincitin, Solitan, Goforen, Reaktorin ja Futuricen kaltaisia voimakkaasti kasvavia toimijoita. Toisaalta perinteisen IT-kehityksen hiipuminen ja sen automatisoituminen selittävät osittain Tiedon ja CGI:n kaltaisten toimijoiden vaatimatonta kasvua ja mittavia irtisanomisia Suomessa.

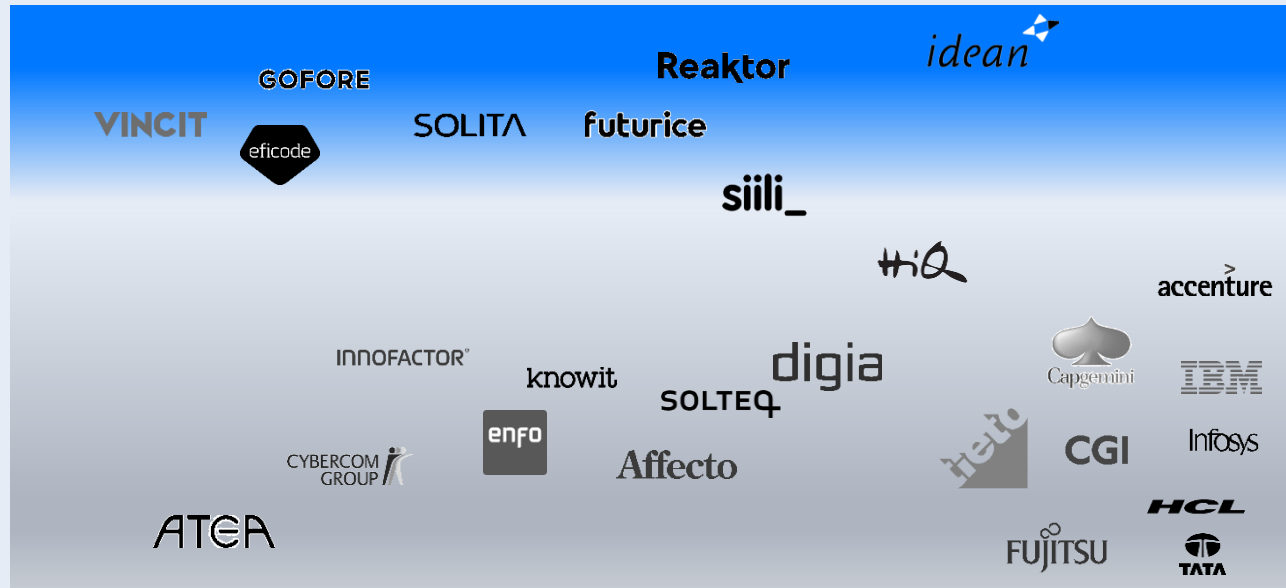
Markkinat ja arvoketju

IT-yhtiöiden asemoituminen pääasiallisen kohderyhmän ja palvelualueiden mukaan



■ Uudet digitaaliset palvelut

■ Ylläpito & perinteinen IT-järjestelmäkehitys



Vahva kasvu, lyhyt tilauskanta

Heikko kasvu, vahva asiakaspito

Kilpailu 1/2

Kilpailu ja vertailuryhmä

Kilpailijoina IT-generalistit ja pienet erikoistuneet toimijat

Siilin kilpailijoita ovat suuret, usein kansainväliset IT-generalistit sekä pienemmät ohjelmistokehitystalot. Generalisteista esimerkkeinä voidaan mainita Tieto, CGI (ent. Logica), HiQ, Cap Gemini ja Accenture. Pienemmistä ohjelmistokehitystaloista kilpailijoina voidaan mainita Reaktor, Idean (CapGemini), Gofore, Futurice ja Solita. Selkeitä yksittäisiä pääkilpailijoita on kuitenkin vaikea osoittaa kentän pirstaleisuuden vuoksi. Siili asemoituu näiden toimijoiden väliin toimintamallilla, joka pyrkii yhdistämään pienen toimijan ketteryyden, design-osaamisen, teknologiariippumattomuuden sekä riittävän toimituskyvykkyyden ja palvelutarjoaman vastata suurten asiakasorganisaatioiden tarpeisiin.

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

tehty asiakkaalle vaikeaksi (vendor-lock). IT-generalistien asema suurissa organisaatioissa murtuu siten hitaasti.

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

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

Vertailuryhmän kasvu ja kannattavuus

Tarkastelemme sivun 17 kuviossa listattujen sekä listaamattomien suomalaisten ja muiden Pohjoismaisten IT-palveluyhtiöiden kasvua ja kannattavuutta. Tarkasteltava joukko muodostaa myös osin arvonmäärityksessämme käyttämämme vertailuryhmän.

Vertailuryhmän kasvu vuositasolla 2012-2016 on ollut keskimäärin 13 %, mitä selittää markkinan nopea toipuminen finanssikriisin jälkeen sekä useiden toimijoiden tekemät yrityskaupat. Voimakkaimmin kasvaneet yhtiöt ovat pääasiassa laajentuneet yritysostoin (erityisesti Solteq ja Innofactor), mutta joukossa on myös

vahvoja orgaanisia kasvujia (Solita, Futurice, Vincit, Reaktor). Voimakkainta orgaanista kasvua ovat tehneet Solita ja Vincit. Siilillä kasvusta reilut puolet on ollut orgaanista ja loput yrityskauppoihin perustuvaa. Hitaimmin ovat kasvaneet suuremmat toimijat, jotka ovat kärsineet markkinan murroksesta (kuten Affecto, Tieto, CGI, Know-IT).

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

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

Kilpailu 2/2

Pienistä toimijoista kannattavuudessa joukosta selvimmin erottuvat Vincer ja Reaktor jopa 20 %:n tason EBITDA-marginaaleihin. Nykyisessä osajaapulasta kärsivässä markkinassa vahvaan kannattavuuteen ovat ylittäneet erityisesti toimijat, joiden liiketoimintamalli on perustunut osajatyön tuntilaskutukseen. Kun markkinalla ei ole hintapaineita ja osajaresurssit saadaan myytyä täyteen kapasiteettiin, on yli 20 %:n EBITDA-marginaali täysin realistinen. Kyseessä voi kuitenkin olla vain nykyisestä ohjelmistokehityksen suotuisasta markkinatilanteesta johtuva ilmiö ja hyvä muistaa, että tuntityössä liiketoiminnan jatkuvuus on heikko. Muutamilla vertailuryhmän yhtiöistä on liiketoiminnassa jonkin verran mukana pääomavaltaisempaa konesaliliiketoimintaa, jolloin EBIT-% on EBITDA-%:ia vertailukelpoisempi mittari.

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

IT-konsulttitalojen uhkakuvat

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

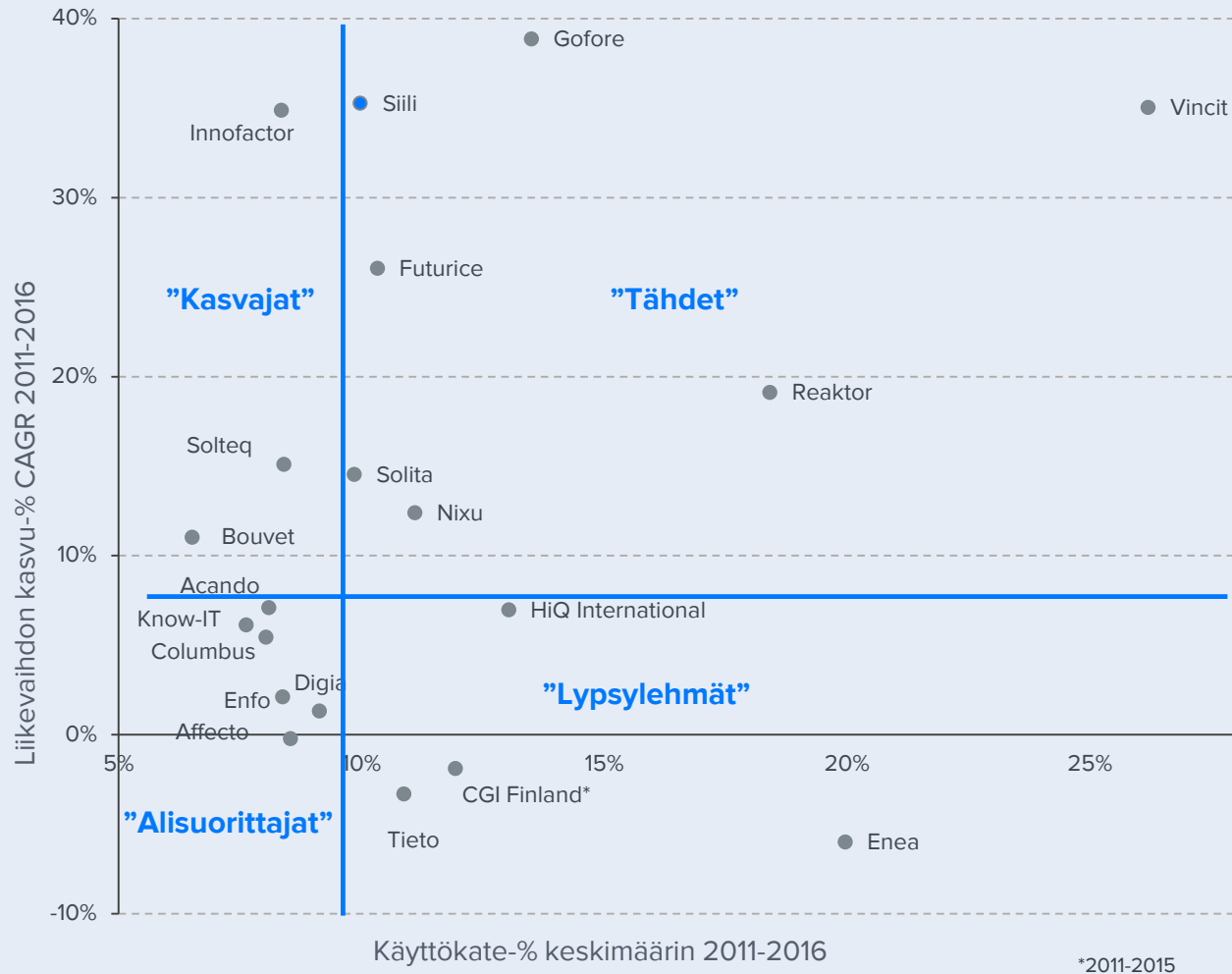
- Asiakasorganisaatioiden suuntaus hyödyntää sisäisiä resursseja voi heikentää kysyntää ulkoistetuille ohjelmistokehityspalveluille. Digitalisaatiosta on tullut monille strateginen

asia, minkä takia sitä ei haluta ulkoistaa. IT-konsulttien rooli voi muuttua enemmän strategisen neuvonantajan suuntaan ja laaja osaamisalueiden tuntemus korostuu, sillä asiakkaiden on vaikea rakentaa kaikkia osaamisalueita itse. Pelkät IT-resurssitoimittajat ovat helposti korvattavissa ja niiden asema arvoketjussa voi jäädä heikoksi.

- Erilaiset IT-asiantuntijaresurssien välittäjäpalvelut, freelance-työ sekä yrittäjyys tulevat aina imemään osan IT-konsulttitalojen osajista. Osaajat vievät usein mukanaan asiakkaita. Pelkkien resurssitoimittajien roolissa olevat IT-toimittajat ovat tässäkin heikoilla, kun taas strategisen neuvonantajan roolissa olevat toimijat ovat vaikeammin korvattavissa.
- Liiketoimintamallin jatkuvuuden puute on usean konsulttitalon uhkakuva, jota ei nykyisessä suotuisassa markkinatilanteessa kuitenkaan mielestämme yleisesti tunnisteta. Asiakkaiden on helppo ottaa resursseja sisäiseen käyttöön ja vähentää ulkoisten ohjelmistokehitysesurssien ostoja, mikäli taloustilanne nopeasti heikentyisi.
- Automaatio ja ohjelmistorobotiikka uhkaavat monien IT-osaajien työtä. Monilla perinteisillä toimijoilla on tarve uudelleenkouluttaa henkilöstöä jatkuvasti. Kyky ennakoida tulevat markkinatrendit kilpailuetuna on tärkeä.
- Ohjelmistoyhtiöiden liiketoimintamallit muuttuvat kohti palveluita, ja ne pyrkivät saamaan yhä suuremman osan asiakkuuden arvosta. Tämä voi ajaa ohjelmistoyhtiöitä yhä

vahvemmin kilpailuun integraattoreiden kanssa. Lisäksi tämä pienentää lisenssimyynnistä saatavia katteita, mistä on jo nähtävissä merkkejä.

Kilpailukentän kehitys



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

Kasvajät 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.

Siilin strategia 1/3

Yhtiö asemoituu Suomessa yhä enemmän kokonaisratkaisujen toimittajaksi

Siili pyrkii mielestämme asemoitumaan Suomen IT-markkinalla moderniksi ohjelmistokehittäjäksi ja -integraattoriksi, jolla on laajan osaamisportfolion ansiosta kyvykkyydet toimittaa vaativia kokonaisratkaisuja suurille asiakasorganisaatioille. Yhtiö pyrkii näin erottumaan pienemmistä kilpailijoista, joiden liiketoiminta perustuu enemmän resurssivuokraukseen. Samalla yhtiö pyrkii erottumaan suuremmista kilpailijoista, joiden kulttuurit ja rakenteet eivät taivu IT-markkinan muutosnopeuden edellyttämään ketteryyteen. Uskomme yhtiön pitkässä juoksussa haastavan yhä voimakkaammin perinteiset IT-generalistit sekä pyrkivän kasvamaan merkittävästi nykyistä suuremmaksi toimijaksi.

Kohti kriittisempää roolia asiakkaan liiketoiminnassa

Siili pyrkii nousemaan asiakkaissaan kriittisempään, luotetun neuvonantajan rooliin kehittämään liiketoimintaratkaisuja, joita asiakas ei pystyisi yksin tekemään. Keihäänkärkenä myyntiin toimivat tällöin erityisesti design, arkkitehtuuri, palvelumuotoilu, liiketoiminnan palvelumuotoilu sekä dataosaaminen. Näiden osaamisten avulla ymmärretään asiakkaan liiketoimintaa ja IT-arkkitehtuuria paremmin, minkä ansiosta voidaan suunnitella asiakkaalle ja yhdessä asiakkaan kanssa suurimman arvon tuottava ratkaisu. Markkinakatsauksessa esittämämme IT-markkinan kanssa risteävien markkinoiden trendi kuvastaa juuri tätä suuntausta. Siilin ydinliiketoimintaa on suunniteltujen ratkaisujen ketterä ja tehokas tekninen toteutus sekä integraatio, mihin yhtiö

on lähtenyt rakentamaan kilpailuetua erityisesti automaatiosta ja ohjelmistorobotiikasta. Pelkkien koodariresurssien toimittajan rooliin jääminen jättäisi kuitenkin yhtiön arvoketjussa heikkoon asemaan. Siten Siilin jatkuvaan toimialatrendien ennakointiin, niihin nopeaan reagointiin ja asiakkaalle kriittisemmän IT-toimittajan rooliin nousuun perustuva strategia on mielestämme uskottavuudeltaan hyvä.

IT-toimittajilta vaadittavien osaamisalueiden laajentuessa haasteena Siilille ja kaikille sen kilpailijoille on kyky yhdistää erilaiset osaamisalueet ja niiden kulttuurit. Esimerkiksi luovan design-osaamisen ja insinöörivetoisen teknologiaosaamisen on ollut Siilille ja monille muille suuri haaste. Suurimmat toimijat (kuten Accenture, Cap Gemini, Wipro) ovat joutuneet laajentumaan tälle alueelle yritysostolla, joka on jätetty täysin itsenäiseksi yhtiöksi kulttuuriongelman takia. Siililläkin oli omat panostamaan design-alueelle selkeästi muuta markkinaa aiemmin ja on siten tällä alueella mielestämme kilpailijoita edellä. Tämän osaamisen yhdistäminen integraation ja ohjelmistokehityksen osaamiseen on vahva kilpailutekijä.

Nyt IT-yhtiöiden pitäisi kyetä yhdistämään teknologiaaustaan yhä vahvemmin myös osaamista esimerkiksi markkinoinnista, liiketoiminnasta sekä digistrategiasta ja -kulttuurista. Siili ei ole ainoa, joka on lähtenyt rakentamaan liiketoimintaansa tähän suuntaan, vaan vastaava suuntaus näkyy myös muiden pienten kasvavien IT-talojen liikehdinnässä (kuten Futurice, Gofore ja Solita). Arviomme mukaan keskipitkällä aikavälillä näitä pieniä nousevia toimijoita yhdistävänä päämääränä on

syödä markkinaa erityisesti suurilta muutoskyvyttömiltä integraattoreilta ja niiden välinen keskinäinen kilpailu jää isossa kuvassa toissijaiseksi.

Liiketoimintaan vahvempi jatkuvuus

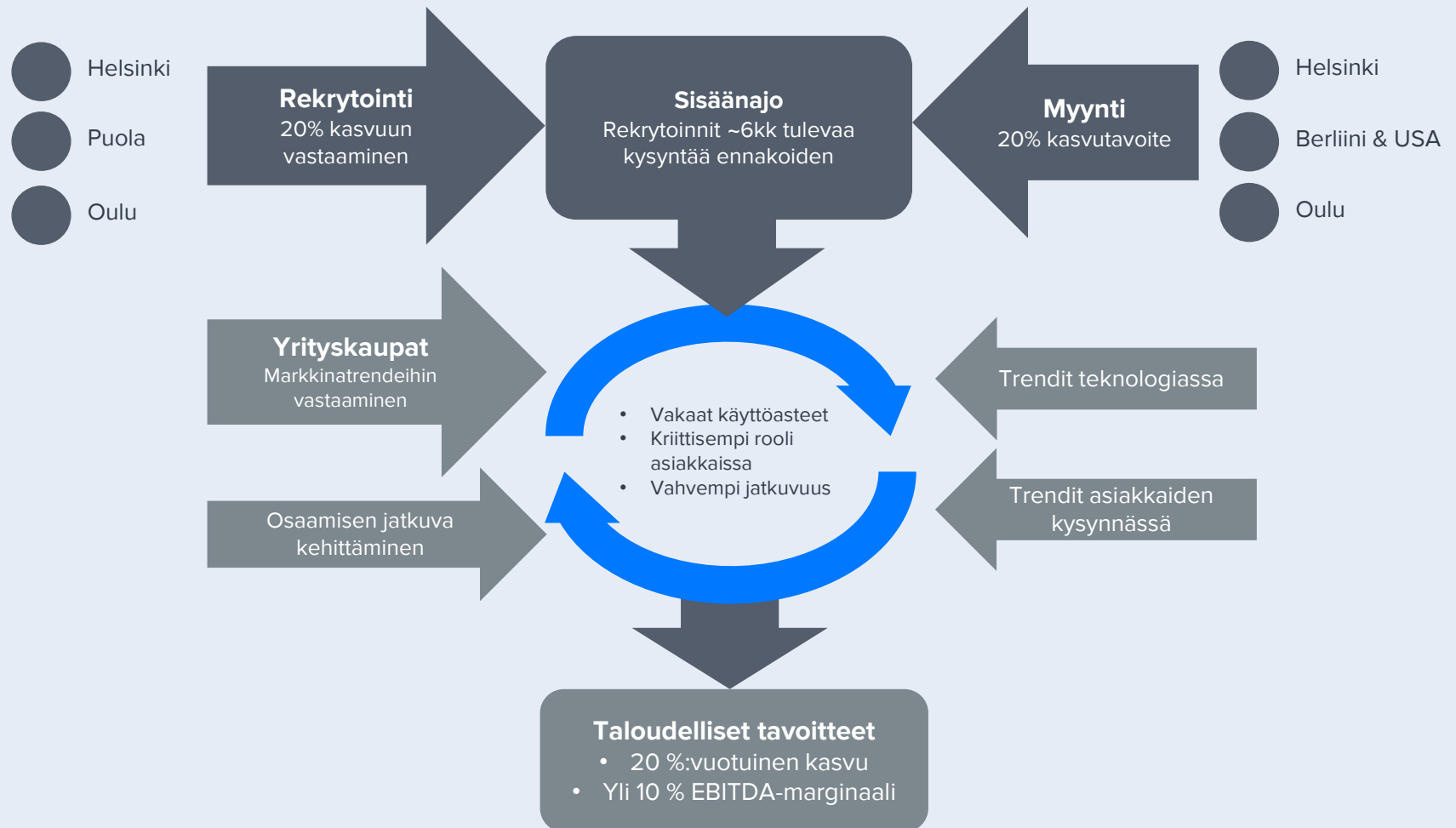
Siilin tavoittelema suurten asiakkaiden palveleminen vaativissa järjestelmätoimituksissa ei ole helppoa. Asiakkaat ovat vaativampia ja taitavampia ostajia ja kiinteähintaisten projektien toimittaminen tekee kannattavuuden hallinnasta vaikeaa. Rakenteellinen heikkous tässä strategiassa on kannattavuuden jääminen suotuisassa markkinatilanteessa (kuten nyt) usein alemmalle tasolle kuin pienillä fokuoituneilla osajayhtiöillä. Strategian vahvuus on liiketoimintakriittisen toimittajan roolin saavuttaminen asiakkaissa, mikä tuo pitkällä aikavälillä liiketoimintaan jatkuvuutta, asiakaspysyvyyttä ja näkyvyyttä. Fokuoituneiden toimijoiden ja resurssitoimittajien roolissa olevien heikkous on lyhyt näkyvyys ja jatkuvuus, mikäli IT-toimittaja on helposti korvattavissa kilpailijalla tai sisäisillä resursseilla.

Ulkomaat: tuotekehityspalveluita autoteollisuuteen

Viennin osuus Siilin liikevaihdosta vuonna 2016 oli 3,8 MEUR ja kuluvana vuonna yhtiö on kertonut tavoittelevansa ulkomailta 5,3-6,0 miljoonaa euroa liikevaihtoa. Siili on laajentunut ulkomaisiin asiakkaisiin Saksassa ja Yhdysvalloissa orgaanisesti. Puolan tuotantoyksikön yhtiö sai Avaus-yrityskaupasta. Kansainvälistymisen yhtenä tavoitteena on myös kehittää Siilin kilpailukykyä ja markkina-tuntemusta. Yhtiö ei tarjoa kansainvälisesti vastaavia palveluita kuin kotimaassa.

Siilin strategia

Siilin toimintamalli näkemyksemme mukaan



Siilin strategia 2/3

Siilin kansainvälinen liiketoiminta on fokusoitunut autoteollisuuden asiakkaisiin. Yhtiö näkee autoteollisuuden digitalisaation voimakkaana trendinä, jonka osaaminen auttaa ymmärtämään tulevaa digitalisaatiokehitystä myös muilla toimialoilla. Lisäksi sektori on voimakkaassa kasvussa. Yhtiö palvelee autoteollisuudessa pääasiassa Tier1-asiakkaita kuten Here ja Visteon ja tekee yhteistyötä teknologiakumppaneiden kuten Qt ja Rightware kanssa. Tuotekehitysprojekteissa haasteena on liiketoiminnan voimakas projektiluontoisuus. Siilillä olisi nykyisessä markkinassa todennäköisesti hyvät edellytykset kasvaa ulkomailla voimakkaasti tekemällä etupainotteisia panostuksia, mutta yhtiö tulee todennäköisemmin hakemaan ennemmin maltillista kasvua hallituin riskein.

Tavoitteena vahva kasvu ja vakaa kannattavuus

Siilin pitkän aikavälin tavoitteena on saavuttaa keskimäärin 20 %:n liikevaihdon vuotuinen kasvu sekä keskimäärin yli 10 %:n käyttökate-% (EBITDA-%). Liikevaihdon kasvutavoite ei erittele orgaanista kasvua ja yrityskauppoja. Siilin kannattavuus on viime vuosina jäänyt hieman alle 10 %:n tavoitteen, mutta liikevaihdon kasvu on ollut tavoitetasoa nopeampaa. Yhtiön liiketoimintamallissa voimakas orgaaninen kasvu tyypillisesti rasittaa kannattavuutta etupainotteisista rekrytoinneista johtuen ja kannattavuus todennäköisesti nousisi useammalla prosenttiyksiköllä, mikäli kasvuvauhtia hidastettaisiin.

Siilin kannattavuuden parantamisessa nykytasolta haasteena yhtiölle tulee olemaan irrottautuminen asiantuntijamyyntiin

pohjautuvasta hinnoittelumallista. Yhtiö on jo selvittänyt joidenkin asiakkaiden kanssa arvoperusteista hinnoittelua, mikä mahdollistaisi potentiaalisesti skaalautuvuuden parantumisen. Lisäksi yhtiö hakee monistettavuutta liiketoimintamalliinsa osaamisenhallinnan ohjelmistolla, jolla asiakastyössä jatkuvasti syntyviä valmiita komponentteja, menetelmiä ja ratkaisuja voitaisiin monistaa laajempaan käyttöön organisaation sisällä.

Nykyisen räätelöityä ohjelmistokehitystä tekevä IT-konsulttitoimialan yksi rakenteellinen ongelma on eturistiriitojen syntyminen asiakkaan ja konsultin välille tilanteessa, jossa valmiiden komponenttien käyttäminen potentiaalisesti kannibalisoisi merkittävästi tuntilaskutusta, josta asiakas oli valmis maksamaan. Siten koko toimialan intresseissä olisi asteittainen siirtymä malleihin, joissa hinnoittelu ei ole pelkästään tuntiperusteista ja odotammekin toimialan liikkuvan vähitellen kohti osittain arvoperusteisia ja jatkuvampia hinnoittelumalleja. Taakse jäänyt offshore-huuma on jo opettanut asiakkaat katsomaan muutakin kuin tuntihintaa.

Yrityskaupat

Yrityskaupat ovat keskeinen osa Siilin strategiaa. Yhtiön nykyinen rakenne onkin muotoutunut pitkälti yritysostojen kautta ja yhtiö on tehnyt historiansa aikana yhdeksän yritysostoa: Solagem (2007), Complit (2009), DevTrain (2010), Fusion (2012), Comvise (2013), Codebakers (2013), Avaus Consulting (2014), Stormbit (2017) ja Omenia (2017). Yrityskaupoilla on pääasiassa hankittu täydentäviä uusia osaamisalueita, joiden kautta ovat muotoutuneet yhtiön nykyiset palvelualueet.

Useiden yritysostojen ansiosta Siilin ratkaisutarjoama on laaja, mutta uskomme yhtiön kartoittavan jatkuvasti sen osaamisportfoliota täydentäviä, nousevia osaamisalueita. Näitä voivat olla esimerkiksi markkinoinnin automaatio, palvelumuotoilu, DevOps tai autoteollisuuteen liittyvä erityisosaaminen.

Siilin näytöt yhtiön yrityskauppaosaamisesta ovat hyvät. Historiaan ei osu ainakaan näkyviä merkittäviä epäonnistumisia yrityskaupoissa ja yritysostojen arvostukset ovat myös olleet maltillisia. Lähinnä Avaus -yrityskaupan integroinnissa ja kulttuurien yhdistämisessä yhtiöllä oli selkeitä haasteita, mikä heijastui osin myös osajien normaalia suurempaan vaihtuvuuteen. Lisäksi kiinnitämme huomiota siihen, että Siiliä itseään kannattavampien kohteiden (Comvies, Avaus) ostamisesta huolimatta Siilin kannattavuus ei ole parantunut yritysostojen integroinnin jälkeen. Kannattavuussynergioiden sijaan yrityskauppojen synergiat ovat siis syntyneet enemmän liikevaihdon kasvun puolelta.

Todennäköisesti raskaasta Avaus-yrityskaupan integraatiosta ja päälistalle listautumisesta johtuen Siili ei vuosina 2015-2016 tehnyt yrityskauppoja. Nyt integraation jälkeen sekä listautumisannissa kerättyjen varojen ansiosta yhtiöllä on kuitenkin hyvät edellytykset jatkaa yritysostoja. Yhtiön kassaa (noin 10 MEUR 2016 lopussa), omaa osaketta ja pientä velkavipua (gearing-% 2016 -48 %) hyödyntämällä yhtiöllä on hyvät edellytykset tarvittaessa yli 20 MEUR liikevaihtoluokassa olevan kohteen ostamiseen.

IT-yhtiöiden strategiat

Eri IT-palveluyhtiöiden strategioita

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

Tyypillinen logiikka asiantuntijayritysten yrityskaupoissa



Siilin strategia 3/3

Siili ja monet muut pienet listatut asiantuntijayritykset (kuten Innofactor ja Nixu) ovat viime vuosina kasvaneet yritystoin menestyksekkäästi tietyllä listauksen mahdollistamalla reseptillä. Käytännössä yrityksiä on ostettu rakenteella, jossa kohdeyhtiöstä maksetaan vain pieni osa käteisellä ja merkittävämpi osa omalla osakkeella. Tämä on mahdollistanut nopean kasvun ilman, että yritystoja tekevä yhtiö tarvitsee vahvaa tasetta tai suuria pääomia ennakoon. Lisäksi kauppahinnasta tyypillisesti iso osa on painottunut earnout-lisäkauppahintaan. Kauppojen arvostustasot ovat myös järjestään olleet alempia kuin ostajien omat arvostuskertoimet pörssissä. Nämä tekijät pienentävät riskiä ylihinnan maksamisesta. Mielestämme lähtökohtaisesti kassavirtapositiivisten palveluyhtiöiden yritystoinissa myös pienen velkavivun käyttö yritystoiniin on perusteltua.

Siilin yrityskaupat

Siilin yrityskaupat 2012 jälkeen

Comvise Oy	2012	2013	Muutos-%
Liikevaihto, MEUR	1,71	1,84	8 %
EBITDA, MEUR	0,41	0,61	49 %
EBITDA-%	24 %	33 %	
EV/Liikevaihto	1,2	1,1	
EV/EBITDA	4,9	3,3	
Kauppahinta	2,0		

Codebakers Oy	2013	2014	Muutos-%
Liikevaihto, MEUR	3,28	3,33	1 %
EBITDA, MEUR	-0,04	0,32	
EBITDA-%	-1 %	9 %	
EV/Liikevaihto	0,5	0,5	
EV/EBITDA	neg.	5,6	
Kauppahinta	1,8		

Avaus Consulting Oy	2013	2014	Muutos-%
Liikevaihto, MEUR	7,4	8,9	21 %
EBITDA, MEUR	1,4	1,8	30 %
EBITDA-%	19 %	20 %	
EV/Liikevaihto	1,2	1,0	
EV/EBITDA	6,3	4,8	
Kauppahinta	8,7		

Strombit	2016
Liikevaihto, MEUR	0,5
EBITDA, MEUR	0,1
EBITDA-%	12 %
EV/Liikevaihto	-
EV/EBITDA	-
Kauppahinta	Ei julk.

Omenia Oy	2016	2017e	Muutos-%
Liikevaihto, MEUR	1,9	3,0	58 %
EBITDA, MEUR	0,3	0,5	67 %
EBITDA-%	16 %	17 %	
EV/Liikevaihto enint.	1,6	1,0	
EV/EBITDA enint.	10,0	6,0	
Kauppahinta enintään	3,0		

Comvise

- Pääsy Oulun rekrytointimarkkinaan
- Mobiilioasaaminen
- Yksikkö kasvanut voimakkaasti oston jälkeen

Codebakers

- Microsoft-teknologiaosaamista
- Täydentäviä osaamisalueita
- Onnistunut kannattavuuden käänne

Avaus Consulting

- Design-osaamista
- Puolan yksikkö
- Haastava integraatio

Strombit

- 3D/VR/AR osaamista
- Vahvistaa autoteollisuuden tarjoamaa
- Nouseva osaamisalue

Omenia

- Ohjelmistotuotannon automaatio ja ohjelmistorobotiikka
- Tukee Siilin ydinliiketoimintaa
- Nouseva osaamisalue

Historiallinen kehitys ja taloudellinen tilanne

Moitteeton kasvu- ja tuloskehitys

Siilin historiallinen taloudellinen kehitys on liki moitteetonta. Yhtiö on kasvanut voimakkaasti orgaanisesti sekä yrityskaupoin. Liikevaihdon kasvu vuodesta 2010 alkaen on ollut keskimäärin 35 % per vuosi ja käyttökate on ollut vakaalla noin 10 %:n tasolla. Yhtiö saavutti viime vuonna 48,8 MEUR liikevaihdon ja ohjeistaa tälle vuodelle 53-60 MEUR liikevaihtoa.

Arviomme mukaan Siilin orgaaninen kasvu on ollut viimeiset kolme vuotta keskimäärin noin 20 %:n tasolla, mikä on vahva suoritus ja heijastelee yhtiön kilpailukykyä sekä suotuisaa kysyntää Siilin osaamisalueilla.

Siilin kannattavuus on ollut kasvusta ja yrityskaupoista huolimatta hämmästyttävän vakaa. EBITDA-% on ollut viimeiset 5 vuotta jokaisena vuotena 9-10 %:n haarukassa.

Siilillä on ollut tiettyjä operatiivisia haasteita viime vuosina, mutta nämä eivät ole heijastuneet olennaisesti kannattavuuteen. Vuonna 2016 yhtiö kärsi alkuvuonna suuren asiakkaan projektiylityksestä, minkä tulosjättämä onnistuttiin loppuvuonna kuitenkin paikkaamaan. Tämä heijasteli projektiliiketoimintaan ja vaativiin suuriin asiakkaisiin keskittymiseen liittyviä riskejä. Vuonna 2015 yhtiön operatiivinen kehitys kärsi Avaus Consultingin raskaan integraation läpiviennistä ja normaalia suuremmasta henkilöstön vaihtuvuudesta. Tämä heijastelee suurempien yrityskauppojen integrointiin liittyviä riskejä.

Kasvu on luonut omistaja-arvoa

Siilin tekemät yrityskaupat ovat luoneet selkeää omistaja-arvoa ja osakesarjan laimentuminen on pysynyt pääosin omalla osakkeella rahoitetuissa yrityskaupoissa maltillisena. Tämä näkyy oikaistun EPS:n nopeana kasvuna (2012: 0,21 EUR, 2016: 0,52 EUR). Yhtiö on tulospäänsä mukana nostanut myös osakekohtaista osinkoa joka vuosi voitonjakosuhteen ollessa noin 60 %:n tasolla.

Siilillä oli taseessaan ennen kahta viimeisintä yrityskauppaa noin 1,6 MEUR:n edestä yrityskauppoihin liittyviä aktivoituja asiakassuhteita, joita yhtiö poistaa IFRS3-poistojen mukaisesti arviomme mukaan noin 0,3 MEUR vuodessa. Tällä on lievä kirjanpidollinen negatiivinen tulosvaikutus, jonka oikaisemme vertailukelpoisuuden takia yhtiön liikevoitosta ja osakekohtaisesta tuloksesta. Liikearvoa yhtiöllä on kahden viimeisimmän yrityskaupan jälkeen arviomme mukaan taseessa reilut 10 MEUR. Liikearvon syntyminen ei ole huolestuttavaa ja se on luonnollista asiantuntijayritysten yritysostoissa, koska ne operoivat tyypillisesti hyvin kevyellä taseella.

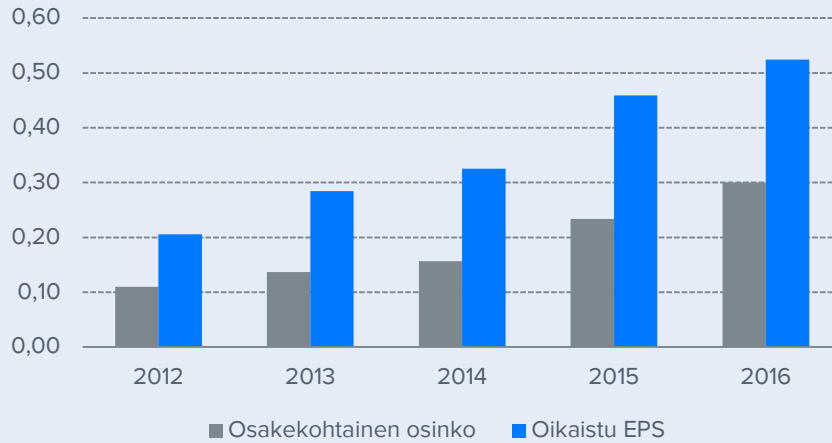
Tase mahdollistaa konsolidaation osallistumisen

Siilin tase on rakenteeltaan terve. Yhtiö ei ole vielä laittanut viime vuoden osakeannissa kerättyä (3,6 MEUR) pääomia töihin ja tase on siten ylikapitalisoitunut. Viime vuoden lopun omavaraisuusaste oli 61 % ja nettovelkaantumisaste -47 %. Yhtiöllä oli vuoden lopussa kassassa 9,7 MEUR käteistä. Siilin

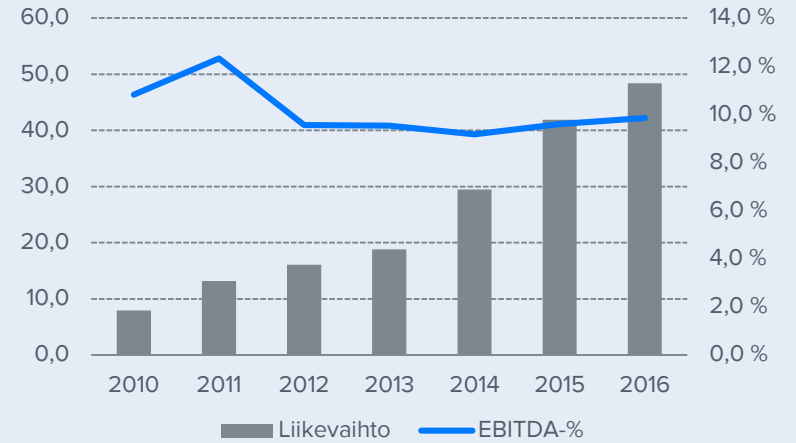
nykyinen tase mahdollistaa yhtiön aktiivisen toimialan jatkuvaan konsolidaatioon. Lisäksi nykyisen taseen ja kasvunäkymän perusteella voidaan olettaa, että Siilin osinko pysyy kasvu-uralla.

Historiallinen kehitys

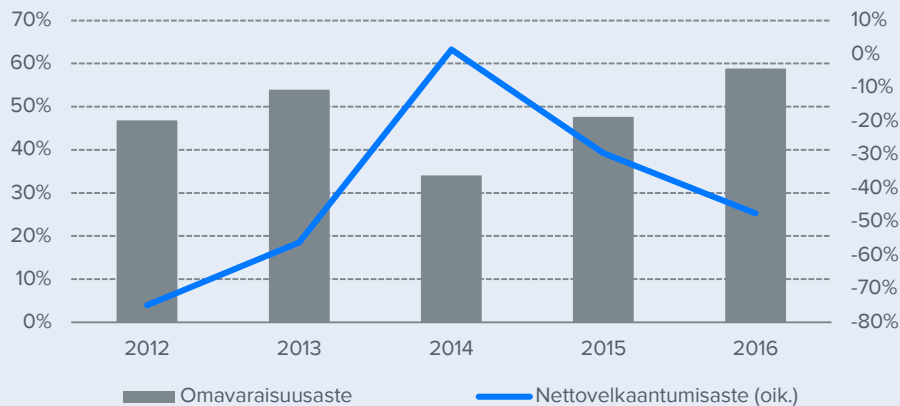
EPS ja osinko



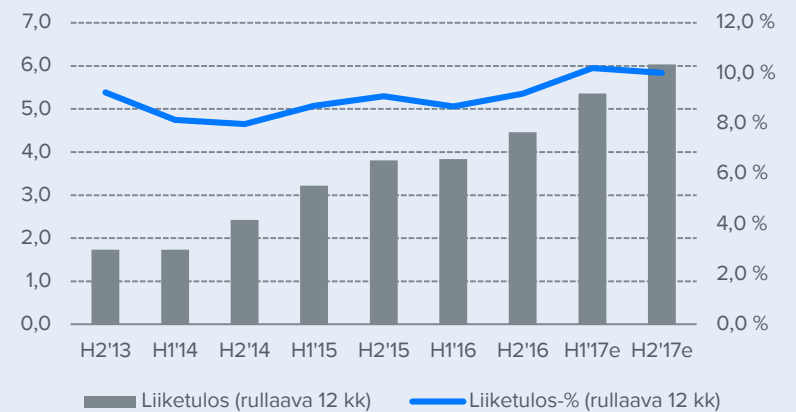
Liikevaihto ja kannattavuus



Taseen avainlukujen kehitys



Rullaava 12kk liikevoiton ja liikevoitto-%:n kehitys



Ennusteet ja arvonnääritys 1/3

Ennusteet

Siili on ollut sen vakaasta kehityksestä johtuen suhteellisen helposti ennustettava yhtiö, mikä pienentää osakkeen riskiprofilia. Ennusteissamme arvioimme yhtiön historiallisen vakaan kasvu- ja kannattavuuskehityksen jatkuvan. Uudet ennusteemme huomioivat yhtiön kaksi viimeisintä yrityskauppaa (Strombit ja Omenia). Ennusteisiimme ei luonnollisesti sisälly oletuksia tulevista yrityskaupoista.

Yhtiö tulee nostamaan ohjeistustaan

Siili on ohjeistanut vuoden 2017 liikevaihdon olevan 53-60 MEUR ja käyttökatteen (EBITDA) 5,3-6,3 MEUR. Käyttökatteen osalta ohjeistushaarukka viittaa siihen, että yhtiö tavoittelee hieman korkeampaa suhteellista kannattavuutta tänä vuonna verrattuna aiempien vuosien 10 %:n tasoon. IT-palvelumarkkinan kysyntänäkymät ovat erinomaiset, mikä tukee myös Siiliä. Yhtiö kertoi toukokuussa rekrytoineensa tähän mennessä yli 100 uutta osajajaa tämän vuoden puolella, mikä myös ennakoii voimakasta kasvua tälle vuodelle.

Siili ei päivittänyt ohjeistustaan Stormbit- ja Omenia-yrityskauppojen jälkeen. Arvioimme näiden kauppojen vaikutuksen tämän vuoden liikevaihtoon olevan 2,0-2,5 MEUR ja käyttökatteeseen noin 0,2-0,3 MEUR. Siten on hyvin todennäköistä, että yhtiö tulee tarkentamaan myöhemmin ohjeistushaarukkaa ylöspäin. Nykyiset ennusteemme ovat ohjeistushaarukan ylärajalla ja odotamme yhtiöltä 60 MEUR liikevaihtoa (kasvu 24 %, orgaanisesti 19 %) ja 6,3 MEUR käyttökatetta (EBITDA-% 10,5 %) vuodelta 2016. Odotamme

ohjeistuksen noston tapahtuvan aikaisintaan H1-raportin yhteydessä ja viimeistään marras-joulukuussa.

Odotamme markkinaa nopeampaa kasvua ja vakaata kannattavuutta

Vuoden 2017 jälkeisissä ennusteissamme arvioimme Siilin kasvavan ensi vuonna 16 % (mistä pieni osa epäorgaanista kasvua) ja 10 % vuonna 2019. Ennusteet heijastelevat lähivuosien markkinakasvua (~4-5 %) nopeampaa liikevaihdon kasvua, mikä perustuu yhtiön kilpailukykyyn sekä asemoitumiseen IT-markkinan kasvualueille.

Yhtiön kasvaneen kokoluokan myötä 20 % tasolla olevan orgaanisen kasvun saavuttaminen käy jatkuvasti vaikeammaksi erityisesti rekrytointimarkkinan toimiessa pullonkaulana. Siten uskomme yhtiön ylittävän tavoitetason mukaiseen 20 %:n kasvuvauhtiin ainoastaan yrityskauppojen tukemana.

Kannattavuuden osalta odotamme Siilin käyttökate-%:n nousevan 11 %:n tasolle ensi vuonna (2017e: 10,5 %) ja pysyvän tämän jälkeen vakaana. Odotamme siis vain marginaalista kannattavuusparannusta lähivuosille ja kannattavuuden olevan lähellä IT-palvelusektorin keskimääräistä tasoa. Mikäli tilikaudelle ei osu olennaisia projektiylityksiä, pitäisi yhtiöllä olla hyvät edellytykset korkeampaan kannattavuuteen.

IFRS3-poistoista oikaistun osakekohtaisen tuloksen arvioimme nousevan 0,91 euroon vuonna 2019 viime vuoden 0,51 eurosta. Vastaavat raportoidut luvut ovat 0,88 euroa ja

0,48 euroa. Oikaistun EPS:n kasvu 2016-2019e on siten ennusteessa 19 % vuositasolla, kun se vuosina 2012-2016 oli 26 %. Osakekohtaisen osingon arvioimme nousevan 0,58 euroon vuonna 2019 vuoden 2016 0,30 eurosta.

Siili tarjoaa siis ennusteemme valossa hyvin voimakasta tuloskasvua lähivuosina. Mielestämme tähän on hyvin realistiset edellytykset, sillä 1) emme oleta yhtiön pystyvän parantamaan suhteellista kannattavuuttaan merkittävästi (1 %-yksikkö), 2) markkinatilanne on muuttunut entistä suotuisemmaksi ja 3) yhtiö tulee hyvin todennäköisesti kiihdyttämään kasvua yritysostoin.

Tulosennusteet

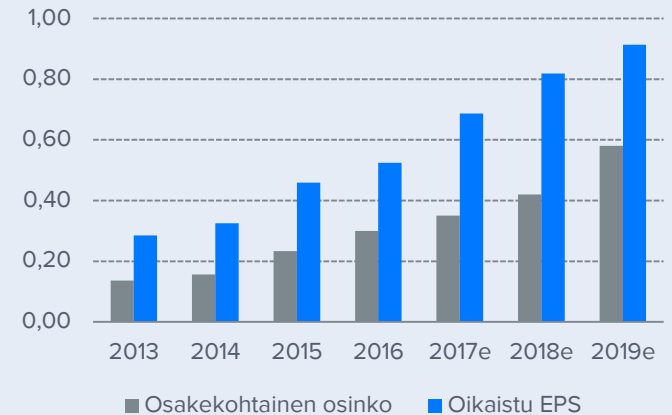
Lyhennetty tuloslaskelma	2013	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e
Liikevaihto	18,8	29,5	41,9	48,4	60,0	69,6	76,6
Käyttökate (EBITDA)	1,8	2,7	4,0	4,8	6,3	7,5	8,4
Oikaistu liikevoitto (EBIT)	1,7	2,4	3,8	4,5	6,0	7,2	8,0
Oik. liikevoitto-%	9,2 %	8,2 %	9,1 %	9,2 %	10,1 %	10,3 %	10,5 %
Liikevoitto (EBIT)	1,4	2,4	3,5	4,1	5,7	6,8	7,7
Tulos ennen veroja	1,4	2,2	3,2	4,0	5,7	6,8	7,7
Nettotulos	1,0	1,8	2,5	3,2	4,5	5,5	6,2
Osakekohtainen tulos	0,28	0,33	0,46	0,52	0,69	0,82	0,91
Vapaa kassavirta	-0,3	-3,9	2,5	1,8	2,6	4,7	6,4

Lähde: Inderes

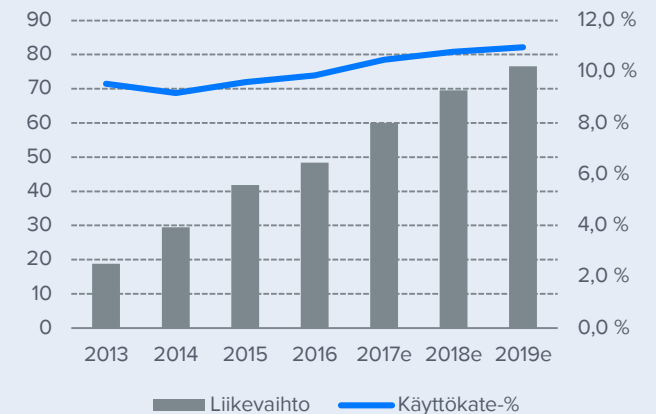
Avainluvut	2013	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e
Liikevaihdon kasvu-%	17,0 %	56,9 %	42,0 %	15,6 %	23,9 %	16,0 %	10,0 %
Käyttökate-%	9,5 %	9,2 %	9,6 %	9,9 %	10,5 %	10,8 %	10,9 %
Liikevoitto-%	7,3 %	8,2 %	8,4 %	8,6 %	9,5 %	9,8 %	10,0 %
ROE-%	28,0 %	28,6 %	25,9 %	21,7 %	23,0 %	23,8 %	23,6 %
ROI-%	37,0 %	30,3 %	28,6 %	25,9 %	27,5 %	29,2 %	29,4 %
Omavaraisuusaste	54,0 %	34,1 %	47,6 %	58,9 %	59,2 %	60,0 %	61,1 %
Nettovelkaantumisaste	-56,2 %	1,4 %	-29,6 %	-47,5 %	-46,7 %	-50,3 %	-56,8 %

Lähde: Inderes

EPS ja osinko



Liikevaihdon ja kannattavuuden kehitys



Ennusteet ja arvonmääritys 2/3

Sijoitusnäkemys

Siilillä on vahva track-record yhtiön kyvystä luoda omistaja-arvoa eikä markkinoilla tai yhtiössä ole mielestämme tapahtunut olennaisia muutoksia, minkä takia tämä tulisi lähivuosina muuttamaan. IT-markkinan kasvuajurit ovat kiihtyneet entisestään ja Siilin strategia vastaa mielestämme edelleen hyvin markkinan trendeihin. Historiallisen kasvunopeuden ylläpitäminen tulee toki olemaan epätodennäköistä kokoluokan kasvun myötä. Voimakasta kasvurakettia yhtiöstä ei kannata odottaa myöskään sen takia, että yhtiön strategian eteneminen tulee todennäköisesti tapahtumaan suurta riskinottoa välttäen.

Siilin osakkeen arvonmuodostus tulee arviomme mukaan jatkossakin perustumaan orgaanisen- ja epäorgaanisen kasvun tuomaan arvonnousuun sekä kasvavaan osinkovirtaan. Yhtiön kannattavuudessa ei ole oleellista nousuvaraa nykyisellä orgaanisella kasvuvauhdilla, minkä takia tuloskasvu on pitkälti liikevaihdon orgaanisen kasvun sekä yrityskaupoissa onnistumisen varassa.

Kasvun jatkaminen ja kannattavuuden hallinta yhtiön siirtyessä yhä suurempaan kokoluokkaan vaativampiin asiakkaisiin ovat yksi suurimpia epävarmuustekijöitä. Suomessa on moni pieni IT-palveluyhtiö kasvanut onnistuneesti 300-500 osajaan kokoluokkaan. Vielä on kuitenkin näkemättä, miten näiden toimijoiden kasvu tästä seuraavaan kokoluokkaan onnistuu ja alkavatko pieneen kokoon, kevyeen hallintorakenteeseen ja ketteryteen liittyvät kilpailuedut murentua kokoluokan kasvun myötä. Toinen merkittävä epävarmuustekijä Siilissä on yhtiön korkeahkoksi noussut riippuvuus suurimmasta

asiakkaasta (18 %). Suuri asiakasriippuvuus yhdistettynä lyhyeen tilauskantaan nostaa riskiä erityisesti, mikäli markkinatilanne heikkenisi.

Siilin osakkeessa on kohtalaisen suoraviivaista arvioida, minkälaisen suhteellisen arvostustason sijoittajat ovat valmiita hyväksymään yhtiön tarinalle. Yhtiölle on löydettävissä hyvä pohjoismainen vertailuryhmä, mihin arvostusta voidaan peilata ja tukea. Kyseessä on rajallisesti skaalautuva asiantuntijaliiketoiminta, joiden hinnoittelu markkinoilla on suhteellisen suoraviivaista. Tällöin olennaiset poikkeamat vertailuryhmän suhteellisesta arvostustasosta edellyttävät vahvoja perusteluita. Siten painotamme tavoitehinnassamme ja suosituksessamme yhtiön asemointia suhteessa vertailuryhmään.

Arvostuskertoimet

EPS-kasvu on yksi keskeisiä seuraamiamme mittareita Siilin strategian onnistumisessa, sillä se huomioi osittain osakevaihdolla tehtyjen yrityskauppojen laimennusvaikutuksen. EPS-kasvu heijastuu yhtiön osakkeeseen markkinan hinnoittelussa yhtiötä osin P/E-luvun kautta. Mitä kovempaan EPS-kasvuun yhtiö yltää, sitä korkeammat kertoimet sille tullaan hyväksymään. Lisäksi mitä korkeampaan orgaaniseen kasvuun yhtiö yltää, sitä korkeampi P/E sille voidaan hyväksyä, sillä voimakas orgaaninen kasvu heijastuu lyhyen tähtäimen kannattavuuteen negatiivisesti, mutta pitkän tähtäimen tuloskasvuun positiivisesti.

Keskeiset arvostusmittarit Siilin hinnoitteluun ovat P/E, EV/EBIT, EV/EBITDA, EV/Liikevaihto sekä osinkotuotto-%. Ennusteillamme yhtiön IFRS3-poistoista oikaistu P/E on tälle vuodelle 16,5x ja ensi vuodelle 13,9x. Vastaavien vuosien

EV/EBITDA -kertoimet ovat 11x ja 9x. Kertoimet ovat linjassa yhtiön historiallisen arvostustason kanssa. Osinkotuotto lähivuosille liikkuu 3-4 %:n tuntumassa.

Emme näe Siilin suhteellisessa arvostustasossa olennaista nousuvaraa, vaan ennemmin odotamme kertoimien pysyvän vakaana ja osakkeen arvonnousun tulevan läpi tuloskasvun kautta.

Vertailuryhmä

Käytämme Siilin vertailuryhmänä Suomessa ja Pohjoismaissa listattuja IT-palveluyhtiöitä. Sijoitusprofiililtaan yhtiölle läheinen verrokki on ruotsalainen HiQ International.

Yleisesti ottaen IT-palvelusektorin näkymät ovat piristyneet viimeisen vuoden aikana ja kysyntänäkymät ovat erinomaiset, mikä on alkanut heijastua yhä voimakkaampina tuloskasvuodotuksina sektorin yhtiöissä. IT-palvelusektorin arvostustasojen nousun taustalla on ollut sektorin piristyneet kysyntänäkymät sekä osittain myös lisääntynyt yrityskauppojen aktiviteetti. Sektorin yhtiöiden arvostustasot ovat paikoin lähteneet kohoamaan haastavalle tasolle. Samaan aikaan hajonta arvostustasoissa eri yhtiöiden välillä sektorin sisällä on kasvanut. IT-markkinan murroksesta kärsineitä yhtiöitä tai heikomman tuloskehityksen yhtiöitä (kuten Affecto, Digia, Solteq) on alettu hinnoitella selvästi muuta joukkoa alemmin ja alle 1x EV/liikevaihto -kertoimen tasolle. Vastaavasti esimerkiksi Vincitin ja HiQ:n suhteelliset arvostukset ovat kohonneet huomattavasti korkeammalle jopa 2x EV/liikevaihto -kertoimen tasolle.

Ennusteet ja arvonmääritys 3/3

Siilin arvostuskeroimet ovat vertailuryhmään suhteutettuna hyvin linjassa yhtiön verrokkien kanssa lähes kaikilla mittareilla (s. 32). Ensi vuoden arvostustasoa katsottaessa kertoimet painuvat hieman vertailuryhmää alemmaksi johtuen ennusteestamme, jossa yhtiö kasvaa ensi vuonna vertailuryhmää nopeammin. Arvostuskertoimet tukevat siten näkemystämme osakkeen lievästä nousuvarasta. Mielestämme Siilille on nykytilanteessa perusteltavissa lievästi vertailuryhmää korkeampi arvostustaso johtuen yhtiön sektoria nopeammasta kasvusta sekä pitkäaikaisesta vahvasta kasvun ja kannattavuuden track-recordista.

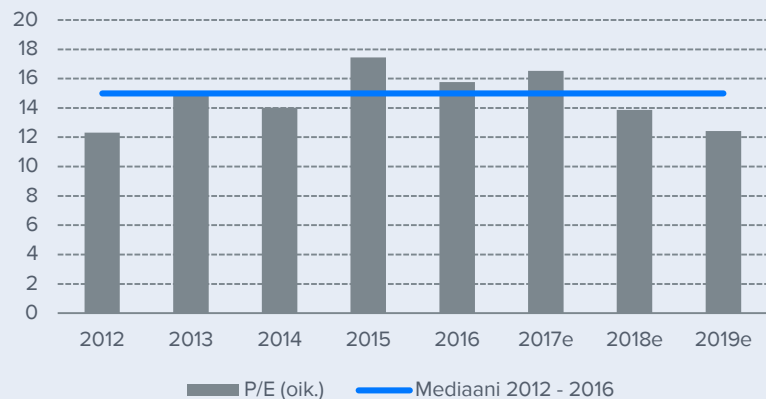
DCF-analyysi

DCF-mallimme arvo Siilin osakkeelle on 12,0 euroa osakkeelta. Malli olettaa yhtiön kasvun tasaantuvan noin 5 %:n tasolle ensi vuosikymmenen puolella ja käyttökate-%:n olevan vakaa noin 11 %:ssa. Ikuisuusoletuksessa kasvu on 2 % ja käyttökate 8 %. Mallissa ikuisuusoletuksen (terminal) painoarvo on 49 %. Käyttämämme diskonttauskorko (WACC) on 9,3 %.

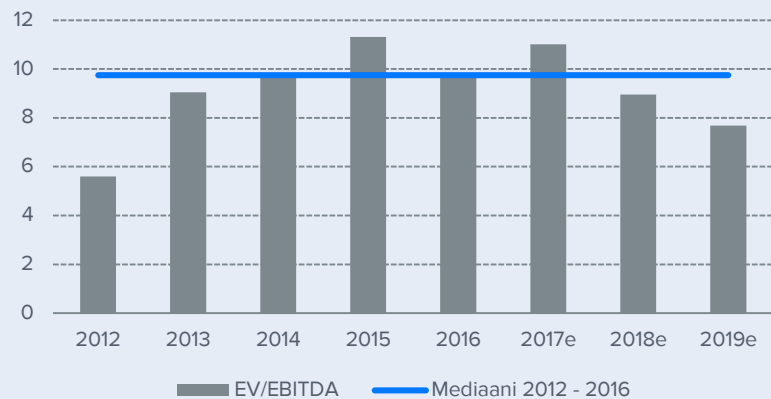
Arvostus yhteenveto

Arvostustaso	2012	2013	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e
Osakekurssi	2,53	4,27	4,56	8,00	8,26	11,34	11,34	11,34
Markkina-arvo	12	22	24	48	57	80	80	80
Yritysarvo (EV)	10	19	25	45	49	70	67	64
P/E (oik.)	12,3	15,0	14,0	17,4	15,8	16,5	13,9	12,4
P/E	15,7	20,2	14,1	19,6	17,3	17,6	14,6	12,9
P/Kassavirta	16,9	-85,7	-6,3	19,0	31,5	31,3	16,9	12,6
P/B	4,2	4,8	3,2	4,2	3,2	3,7	3,3	2,9
P/S	0,7	1,2	0,8	1,1	1,2	1,3	1,1	1,0
EV/Liikevaihto	0,6	1,0	0,8	1,1	1,0	1,2	1,0	0,8
EV/EBITDA	5,6	9,0	9,8	11,3	9,7	11,0	8,9	7,7
EV/EBIT	6,5	11,2	10,1	11,8	10,9	11,6	9,4	8,0
Osinko/tulos (%)	68,1 %	67,8 %	47,7 %	57,1 %	65,2 %	54,2 %	54,0 %	66,1 %
Osinkotuotto-%	4,3 %	3,2 %	3,4 %	2,9 %	3,6 %	3,1 %	3,7 %	5,1 %

P/E (oikaistu)



EV/EBITDA



Puolivuotisennusteet

MEUR	2011	2012	2013	2014*	2015H1	2015H2	2015	2016H1	2016H2	2016	2017H1e	2017H2e	2017e	2018e	2019e
Liikevaihto	13,2	16,1	18,8	29,5	20,9	21,0	41,9	23,9	24,6	48,4	28,6	31,4	60,0	69,6	76,6
Liiketoiminnan muut tuotot	0,0	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Materiaalit ja palvelut	-2,7	-3,2	-2,5	-3,7	-2,9	-3,2	-6,1	-3,7	-4,1	-7,8	-3,9	-4,1	-8,0	-8,4	-9,2
Henkilöstökulut	-7,7	-9,9	-12,9	-20,1	-14,1	-13,2	-27,3	-15,6	-14,8	-30,4	-18,9	-20,2	-39,1	-46,0	-50,5
Liiketoiminnan muut kulut	-1,1	-1,4	-1,6	-3,2	-2,1	-2,3	-4,4	-2,7	-2,8	-5,5	-3,2	-3,5	-6,7	-7,7	-8,5
EBITDA	1,6	1,5	1,8	2,7	1,8	2,2	4,02	1,9	2,9	4,77	2,6	3,7	6,3	7,5	8,4
Poistot	-1,1	-0,2	-0,4	-0,3	-0,2	-0,3	-0,5	-0,2	-0,4	-0,6	-0,3	-0,3	-0,6	-0,7	-0,7
EBIT	0,5	1,3	1,4	2,4	1,6	1,9	3,5	1,6	2,5	4,2	2,3	3,3	5,7	6,8	7,7
Rahoituskulut (netto)	0,0	-0,2	0,0	-0,2	-0,2	-0,1	-0,3	-0,1	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Tulos ennen veroja	1,4	1,1	1,4	2,2	1,3	1,8	3,2	1,5	2,5	4,0	2,3	3,3	5,7	6,8	7,7
Verot	-0,4	-0,3	-0,3	-0,5	-0,3	-0,4	-0,7	-0,3	-0,5	-0,8	-0,5	-0,7	-1,1	-1,4	-1,5
Nettotulos	1,0	0,8	1,0	1,8	1,0	1,4	2,5	1,2	2,0	3,2	1,9	2,7	4,5	5,5	6,2
Oikaistu nettotulos	1,2	1,0	1,4	1,9	1,1	1,6	2,8	1,3	2,1	3,5	2,0	2,9	4,9	5,8	6,5
EPS (oikaistu)		0,21	0,28	0,33	0,18	0,28	0,46	0,21	0,31	0,52	0,28	0,40	0,69	0,82	0,91
EPS (raportoitu)		0,16	0,21	0,33	0,18	0,23	0,41	0,18	0,29	0,48	0,27	0,38	0,65	0,78	0,88
EBIT-%	4,1 %	8,0 %	7,3 %	8,2 %	7,5 %	9,2 %	8,3 %	6,9 %	10,3 %	8,6 %	8,2 %	10,7 %	9,5 %	9,8 %	10,0 %
EBITDA-%	12,3 %	9,6 %	9,5 %	9,2 %	8,7 %	10,5 %	9,6 %	7,8 %	11,8 %	9,9 %	9,2 %	11,6 %	10,5 %	10,8 %	10,9 %

*Luvut IFRS 2014 alkaen, FAS tätä ennen
EPS-luvuista oikaistu liikearvopoistot ja IFRS3-postot

	2011	2012	2013	2014*	2015H1	2015H2	2015	2016H1	2016H2	2016	2017H1e	2017H2e	2017e	2018e	2019e
Liikevaihdon kasvu y-o-y-%	66,5 %	22,1 %	17,0 %	56,9 %	63,0 %	25,9 %	42,0 %	14,3 %	16,8 %	15,6 %	19,8 %	27,9 %	23,9 %	16,0 %	10,0 %
Materiaalit ja palvelut-%	-20,4 %	-19,6 %	-13,2 %	-12,4 %	-13,9 %	-15,5 %	-14,7 %	-15,5 %	-16,8 %	-16,2 %	-13,6 %	-13,0 %	-12,0 %	-12,0 %	-12,0 %
Henkilöstökulut -%	-58,7 %	-61,8 %	-68,8 %	-68,1 %	-67,4 %	-63,0 %	-65,3 %	-65,5 %	-60,1 %	-62,8 %	-66,0 %	-64,4 %	-65,1 %	-66,1 %	-66,0 %
Poistot -%	-8,2 %	-1,5 %	-2,2 %	-0,9 %	-1,1 %	-1,3 %	-1,2 %	-0,9 %	-1,5 %	-1,2 %	-1,0 %	-1,0 %	-1,0 %	-1,0 %	-0,9 %
Liiketoiminnan muut kulut -%	-8,6 %	-9,0 %	-8,5 %	-10,8 %	-10,1 %	-11,1 %	-10,6 %	-11,3 %	-11,3 %	-11,3 %	-11,3 %	-11,0 %	-11,1 %	-11,1 %	-11,1 %
Henkilöstö kauden lopussa	106	149	175	328	353	368	368	410	440	440	510	581	581	621	675

Verrokkiryhmän arvostus

Yhtiö	Osakekurssi	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%	
		MEUR	MEUR	2017e	2018e	2017e	2018e	2017e	2018e	2017e	2018e	2017e	2018e
Acando	30,20	316	307	12,1	10,7	11,3	10,1	1,3	1,2	16,1	14,5	4,3	4,4
Solteq	1,63	30	49	15,3	14,7	9,2	7,3	0,7	0,6	16,3	13,6	3,7	4,3
Innofactor	1,77	65	79	14,8	13,7	9,5	8,1	0,9	0,8	20,8	15,8		0,4
Nixu	8,20	52	51	27,5	17,7	18,3	13,3	1,8	1,4	26,9	18,7		1,9
Affecto	3,75	85	85	9,5	7,7	8,4	6,7	0,6	0,6	15,2	11,9	4,9	5,4
Bouvet	164,00	177	163	11,6	10,2	10,0	8,8	1,0	0,9	17,2	16,0	4,0	4,2
Vincit	8,00	88	90	17,2	13,8	11,5	10,4	2,3	2,0	21,6	19,0	2,0	2,5
Digia	2,51	68	80	10,6	8,9	10,0	8,4	0,7	0,7	14,8	9,9	3,7	4,1
Enea	71,50	132	116	10,7	9,7	8,9	8,2	2,0	2,1	14,0	12,7	3,3	3,8
Tieto	28,09	2094	2130	14,3	13,3	10,6	9,9	1,4	1,4	16,6	16,0	4,7	4,9
HIQ International	58,25	327	302	12,9	12,0	12,3	12,1	1,7	1,6	17,5	16,3	5,7	6,0
Know-IT	135,25	259	269	8,8	7,8	8,1	7,4	0,8	0,7	14,4	13,0	3,0	3,0
Siili Solutions (Inderes)	11,34	80	70	11,6	9,4	11,0	8,9	1,2	1,0	16,5	13,9	3,1	3,7
Keskiarvo				13,8	11,7	10,7	9,2	1,3	1,2	17,6	14,8	3,9	3,7
Mediaani				12,5	11,4	10,0	8,6	1,2	1,1	16,4	15,1	3,9	4,2
Erotus-% vrt. mediaani				-7 %	-17 %	10 %	4 %	1 %	-8 %	0 %	-8 %	-20 %	-11 %

Lähde: Reuters / Inderes.

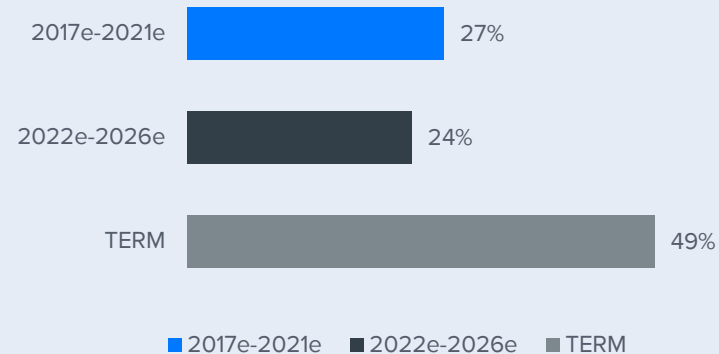
DCF-kassavirtalaskelma

Kassavirtalaskelma (MEUR)	2016	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	TERM
Liikevoitto	4,1	5,7	6,8	7,7	8,3	8,5	8,9	9,4	9,8	8,1	8,0	
+ Kokonaispoistot	0,6	0,6	0,7	0,7	0,6	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,8	
- Maksetut verot	-0,7	-1,1	-1,4	-1,5	-1,7	-1,7	-1,8	-1,9	-2,0	-1,6	-1,6	
- verot rahoituskuluista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
+ verot rahoitustuotoista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Käyttöpääoman muutos	-0,7	0,0	0,3	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	
Operatiivinen kassavirta	3,3	5,1	6,4	7,1	7,4	7,6	8,0	8,3	8,6	7,4	7,2	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	-1,5	-2,6	-1,7	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7	-0,8	-0,8	-0,9	-0,8	
Vapaa operatiivinen kassavirta	1,8	2,6	4,7	6,4	6,7	6,9	7,2	7,6	7,8	6,5	6,4	
+/- Muut	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	1,8	2,6	4,7	6,4	6,7	6,9	7,2	7,6	7,8	6,5	6,4	89,6
Diskontattu vapaa kassavirta		2,4	4,1	5,1	4,9	4,6	4,4	4,2	4,0	3,0	2,7	38,4
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		77,9	75,5	71,4	66,3	61,4	56,8	52,4	48,2	44,2	41,1	38,4
Velaton arvo DCF		77,9										
- Korolliset velat		-1,2										
+ Rahavarat		9,7										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		-2,1										
Oman pääoman arvo DCF		84,4										
Oman pääoman arvo DCF per osake		12,00										

Pääoman kustannus (WACC)

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

Rahavirran jakauma jaksottain



Tuloslaskelma ja tase

Tuloslaskelma

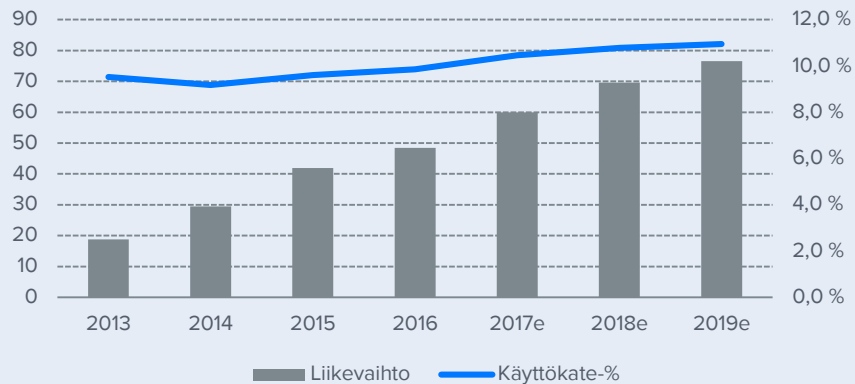
(MEUR)	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e
Liikevaihto	29	42	48	60	70	77
Kulut	-27	-38	-44	-54	-62	-68
EBITDA	2,7	4,0	4,8	6,3	7,5	8,4
Poistot	-0,3	-0,5	-0,6	-0,6	-0,7	-0,7
Liikevoitto	2,4	3,5	4,1	5,7	6,8	7,7
Liikevoiton kertaerät	0,0	-0,3	-0,3	-0,4	-0,4	-0,3
Liikevoitto ilman kertaeriä	2,4	3,8	4,5	6,0	7,2	8,0
Rahoituserät	-0,2	-0,3	-0,1	0,0	0,0	0,0
Osuus osakkuusyhtiöiden tuloksesta	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Voitto ennen veroja	2,2	3,2	4,0	5,7	6,8	7,7
Muut erät	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Verot	-0,5	-0,7	-0,8	-1,1	-1,4	-1,5
Vähennistöösuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettotulos	1,8	2,5	3,2	4,5	5,5	6,2
Nettotulos ilman kertaeriä	1,8	2,8	3,5	4,9	5,8	6,5
Satunnaiset erät	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Tilikauden tulos	1,8	2,5	3,2	4,5	5,5	6,2
Osakekohtainen tulos	0,32	0,41	0,48	0,65	0,78	0,88
Osakekohtainen tulos (oikaistu)	0,33	0,46	0,52	0,69	0,82	0,91

Tase

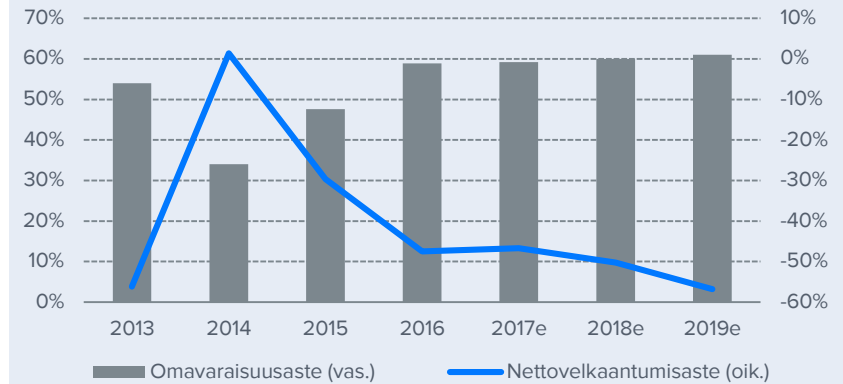
Vastaavaa (MEUR)	2014	2015	2016	2017e	2018e
Pysyvät vastaavat	11,9	11,2	12,1	14,1	15,1
Liikearvo	8,6	8,6	8,6	10,3	11,3
Aineettomat oikeudet	2,3	1,9	1,6	1,8	1,6
Käyttöomaisuus	0,5	0,6	0,9	1,1	1,3
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut sijoitukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset varat	0,5	0,0	0,9	0,9	0,9
Laskennalliset verosaamiset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Vaihtuvat vastaavat	10,7	12,7	18,5	22,2	25,8
Varastot	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut lyhytaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Myyntisaamiset	6,8	7,7	8,8	11,4	13,2
Likvidit varat	3,9	4,9	9,7	10,8	12,5
Taseen loppusumma	22,5	23,8	30,6	36,3	40,8

Vastattavaa (MEUR)	2014	2015	2016	2017e	2018e
Oma pääoma	7,7	11,3	18,0	21,5	24,5
Osakepääoma	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Kertyneet voittovarot	2,5	4,2	5,9	8,4	11,4
Omat osakkeet	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muu oma pääoma	5,0	7,1	12,0	13,0	13,0
Vähennistöösuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pitkäaikaiset velat	4,2	1,8	1,6	1,3	1,0
Laskennalliset verovelat	0,6	0,7	0,8	0,8	0,8
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lainat rahoituslaitoksilta	3,6	1,2	0,8	0,5	0,1
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lyhytaikaiset velat	10,7	10,6	11,0	13,5	15,4
Lainat rahoituslaitoksilta	0,4	0,4	0,4	0,3	0,1
Lyhytaikaiset korottomat velat	6,9	7,9	10,6	13,2	15,3
Muut lyhytaikaiset velat	3,4	2,3	0,0	0,0	0,0
Taseen loppusumma	22,5	23,8	30,6	36,3	40,8

Liikevaihdon ja kannattavuuden kehitys

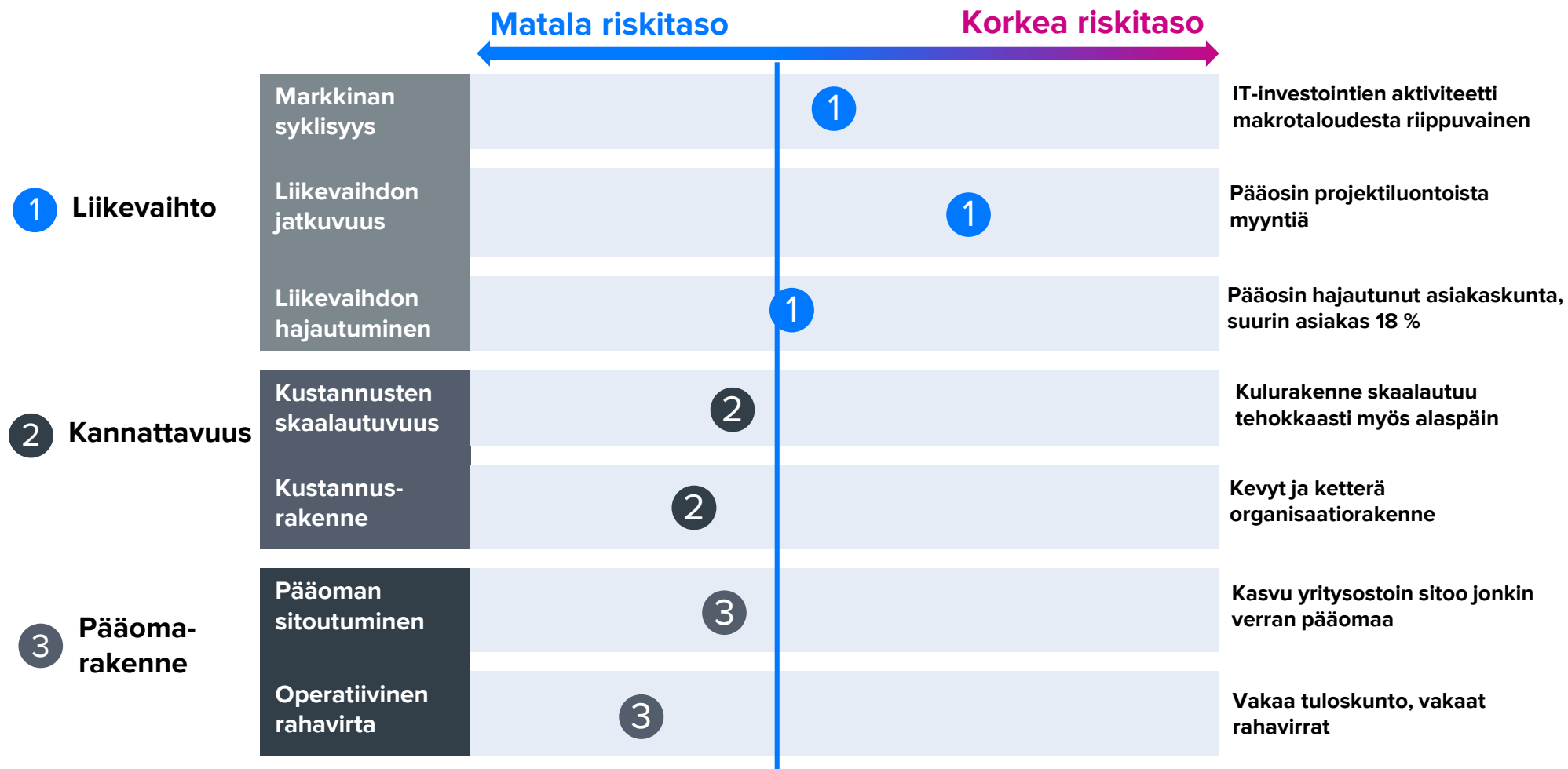


Taseen avainlukujen kehitys



Riskiprofiili

Liiketoimintamallin riskiprofiili



IT-investointien aktiviteetti makrotaloudesta riippuvainen

Pääosin projektiluontoista myyntiä

Pääosin hajautunut asiakaskunta, suurin asiakas 18 %

Kulurakenne skaalautuu tehokkaasti myös alaspäin

Kevyt ja ketterä organisaatorakenne

Kasvu yritystoin sitoo jonkin verran pääomaa

Vakaa tuloskunto, vakaat rahavirrat

Arvio Siilin liiketoiminnan kokonaisriskitasosta

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

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

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

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

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

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

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

Inderesin tutkimusta laatineilla analyytikoilla tai Inderesin työntekijöillä ei voi olla 1) merkittävän taloudellisen edun ylittäviä omistuksia tai 2) yli 1 %:n omistusosuuksia missään tutkimuksen kohteena olevissa 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 liikkeeseen laskijoille Corporate Broking -palveluita, joiden tavoitteena on parantaa yhtiön ja pääomamarkkinoiden välistä kommunikaatiota. Näitä palveluita ovat sijoittajatilaisuuksien ja -tapahtumien järjestäminen, sijoittajaviestinnän liittyvä neuvonanto, sijoitustutkimusraporttien laatiminen. Inderes on tehnyt tässä raportissa suosituksen kohteena olevan liikkeeseen laskijan kanssa sopimuksen, jonka osana on tutkimusraporttien laatiminen.

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

Suositushistoria

Päivämäärä	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
15.5.2014	Osta	13,00 €	11,22 €
15.8.2014	Osta	15,50 €	12,99 €
2.3.2015	Lisää	20,50 €	19,17 €
3.6.2015	Lisää	21,00 €	18,23 €
17.8.2015	Osta	23,00 €	18,24 €
25.11.2015	Lisää	24,00 €	22,34 €
26.2.2015	Lisää	24,00 €	22,70 €
24.3.2016	(Osakkeen split)	8,00 €	7,50 €
30.3.2016	Lisää	8,00 €	7,50 €
14.8.2016	Lisää	8,20 €	7,83 €
10.10.2016	Vähennä	8,40 €	8,50 €
1.3.2017	Lisää	10,50 €	9,48 €
12.6.2017	Lisää	12,00 €	11,34 €

Inderes



2015

Ennustetarkkuus



2014, 2016, 2017

Suosituustarkkuus



2014, 2015, 2016

Suositus- ja
ennustetarkkuus



2012, 2016

Suosituustarkkuus



2012, 2016, 2017

Suositus- ja
ennustetarkkuus



2017

Suosituustarkkuus



2017

Suosituustarkkuus

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

Inderes Oy

Itämerenkatu 5

00180 Helsinki

+358 10 219 4690

twitter.com/inderes

Palkittua analyysiä osoitteessa www.inderes.fi

**Analyysi kuuluu
kaikille.**

www.inderes.fi