

Vincit

Laaja raportti

16.7.2021 8:15



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

✓ Inderes Yhtiöasiakas

inde
res.

Edellytykset vahvistuvaan kasvuun

Vincit uudisti perustansa vuonna 2019 ja vuonna 2020 yhtiö laittoi strategian mukaisesti kotipesän kuntoon. Yhtiö on nostanut itsensä takaisin sektorin kärkeen palveluliiketoiminnassa, ja tuoteliiketoiminta on kääntynyt investointivaiheesta kasvuun. Vincit on nyt valmis siirtymään strategian kasvua ja kansainvälistymistä painottavaan vaiheeseen. Ennustamme yhtiön kasvun ja kannattavuuden olevan sektoria parempi lähivuosina. Lisäksi odotamme yhtiön jatkavan IT-palvelumarkkina konsolidoimista. Osakkeen arvostuskuva on edelleen houkutteleva useasta näkökulmasta katsottuna. Toistamme osakkeen 11,5 euron tavoitehinnan ja kurssinousun myötä laskemme suosituksen lisää-tasolle (aik. osta).

Vincitin perusta on nyt kunnossa

Vincit on viimeisen kahden vuoden aikana uudistanut ja vahvistanut organisaatorakennetta, vahvistanut ohjelmistokehitys-palveluliiketoimintaa yritysostoilla, selkeyttänyt tuoteliiketoimintaa ja muokannut strategiaa. Yhtiö navigoi sektorin tavoin vahvasti läpi koronan viime vuonna. Nyt yhtiön perusta on kunnossa, mistä todisteena lukujen myötä paluu sektorin kärkitasolle. Yhtiön ydin palveluliikevaihto vastaa ~95 % ja tuoteliiketoiminta 5 %. Palveluliiketoiminnasta ~90 % tulee Suomesta ka 10 % USA:sta.

Valmiina siirtymään strategian kasvua ja kansainvälistymistä painottavaan vaiheeseen

Vincitin strategian kotipesän ollessa kunnossa on yhtiö valmis siirtymään seuraavaan vaiheeseen. Vincitin strategian kaksi muuta teema ovat kasvu ja kansainvälistyminen, mitä arvioimme yhtiön painottavan ja tarkentavan syksyn aikana. Vincitin työnantajaimago on hyvä ja antaa edellytykset onnistua rekrytoinneissa kovasti kilpailulla osaajamarkkinalla. Yhtiö on kommentoinut olevansa aktiivisempi myös yritysjärjestelyrintamalla, josta onkin viime vuosilta onnistuneita näyttöjä. Yhtiön vahva tase, vahva kassavirta, oman osakkeen käyttö ja velkavipu antaa hyvin mahdollisuuksia konsolidoida IT-palvelumarkkinaa. Kansainvälistyminen ja yritysjärjestelyt sisältävät riskejä, mutta yhtiö on saanut kansainvälistymisestä hyvää kokemusta USA:n toimintojen myötä ja tehnyt onnistuneita yritysostoja viime vuosina.

Ennustamme kasvun jatkuvan sektoria parempana

Vincit on vahvistanut palvelutarjoomaansa usealla yritysostolla vastaamaan IT-markkinan muutoksiin ja Vincitin kilpailukyky on arviomme mukaan hyvä. Yhtiö panostaa tänä vuonna kasvuun ja odotamme liikevaihdon kasvavan 18 % ja oikaistun liikevoittomarginaalin olevan sektorin kärkitasolla (~14 %). Liikevaihtoa tukee alkuvuonna tehdyt kaksi yritysostoa ja rekrytoinnit. Vuosina 2022-2023 odotamme Vincitin kasvun olevan 7-10 % ja oikaistun liikevoiton nousevan 15 %:iin vuonna tuoteliiketoiminnan tukemana. Odotamme yhtiön jatkavan myös epäorganista kasvua, mikä ei ole ennusteissa.

Arvostuskuva on edelleen houkutteleva

Vincitin voimakkain aliarvostus on purkautunut selkiytyneen rakenteen, tuloskäänteen ja hyvien näkymien myötä. Olemme tarkastelleet Vincitin osakkeen arvostusta katsoen arvostuskertoimia, verrokkeja, tuotto-odotusta sekä tuoteliiketoiminnan huomioivaa osien summaa. Edellä mainitut arvostusmenetelmät huomioiden tarjoaa Vincitin osake edelleen houkuttelevan riskikorjatun tuotto-odotuksen.

Suositus

Lisää

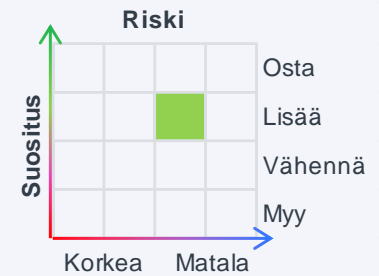
(aik. Osta)

11,50 EUR

(aik. 11,50 EUR)

Osakekurssi:

10,40



Avainluvut

	2020	2021e	2022e	2023e
Liikevaihto	52	62	68	73
kasvu-%	9 %	18 %	10 %	7 %
EBIT oik.	7,6	8,8	10,2	11,0
EBIT-% oik.	14,5 %	14,2 %	15,0 %	15,1 %
Nettotulos	4,4	5,6	6,2	6,8
EPS (oik.)	0,50	0,54	0,65	0,69
P/E (oik.)	14,5	19,2	16,1	15,0
P/B	3,5	4,5	4,0	3,5
Osinkotuotto-%	2,5 %	1,9 %	2,1 %	2,3 %
EV/EBIT (oik.)	10,5	14,0	11,5	10,2
EV/EBITDA	9,7	12,0	10,7	9,5
EV/Liikevaihto	1,5	2,0	1,7	1,5

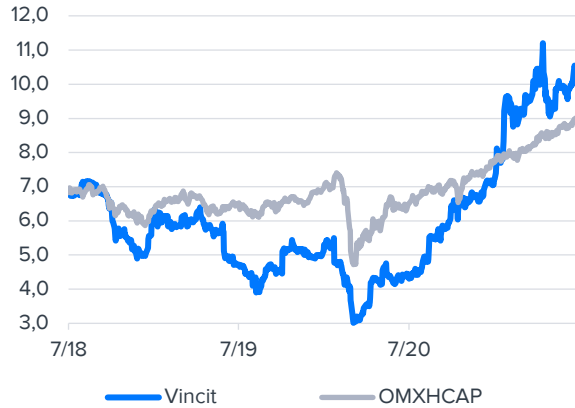
Lähde: Inderes

Ohjeistus

(Ennallaan)

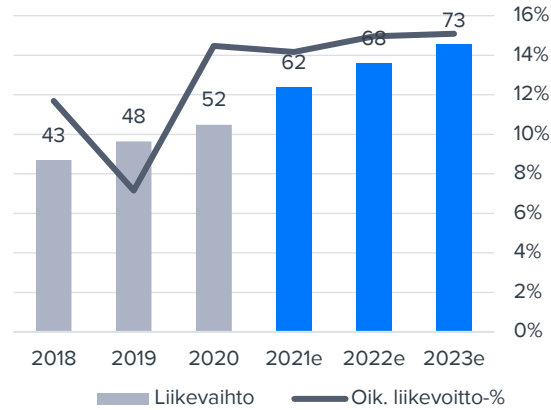
Vincit ohjeistaa liikevaihdon kasvun olevan 15 %-22 % ja EBITA-%:n olevan 11 %-16 % vuonna 2021.

Osakekurssi



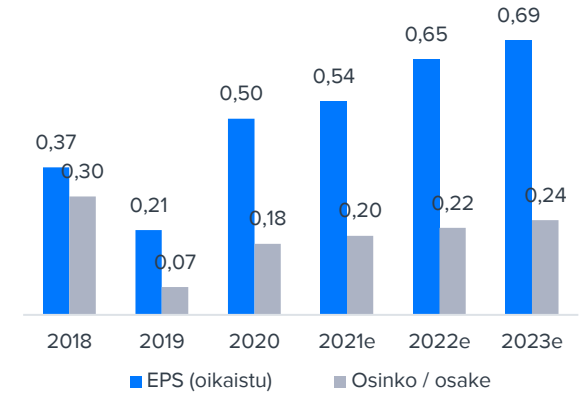
Lähde: Thomson Reuters

Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes



Arvoajurit

- Markkinalla vahvat kysyntäfundamentit
- Markkinaa nopeampi orgaaninen kasvu
- Onnistuminen skaalautuvissa tuoteliiketoiminnassa ja ohjelmistoylläpidossa
- Vahva kasvu osoituksena kilpailueduista
- Julkisen sektorin vahvempi laajentuminen
- Yritysosot
- Kannattavuudessa edelleen lievää potentiaalia parantaa tuoteliiketoiminnan myötä



Riskitekijät

- Markkinatilanteen kääntyminen
- Henkilöstön ja vahvan kulttuurin säilyttäminen
- Työntekijöiden saatavuus, huomioiden kireä markkina ja tiukat rekrytointikriteerit
- Tuoteliiketoiminnan strategian ja kehityksen epäonnistuminen
- Yritysosojen epäonnistuminen
- Operatiivisen heilunnan palautuminen
- Korona riskit edelleen koholla

Arvostustaso	2021e	2022e	2023e
Osakekurssi	10,4	10,4	10,4
Osakemäärä, milj. kpl	12,1	12,1	12,1
Markkina-arvo	126	126	126
Yritysarvo (EV)	123	117	112
P/E (oik.)	19,2	16,1	15,0
P/E	22,4	20,2	18,5
P/Kassavirta	>100	16,2	14,9
P/B	4,5	4,0	3,5
P/S	2,0	1,9	1,7
EV/Liikevaihto	2,0	1,7	1,5
EV/EBITDA (oik.)	12,0	10,7	9,5
EV/EBIT (oik.)	14,0	11,5	10,2
Osinko/tulos (%)	43,1%	42,8%	42,7%
Osinkotuotto-%	1,9%	2,1%	2,3%

Lähde: Inderes

Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	5-9
IT-palvelumarkkinat	10-17
Kilpailu	18-22
Strategia	23-25
Historiallinen kehitys	26-27
Ennusteet	28-29
Sijoitusprofiili	30-31
Arvonmääritys	32-36
Taulukot	37-40
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	41

Vincit lyhyesti

Vincit tuottaa ohjelmistokehitykseen ja -ylläpitoon liittyviä IT-palveluita yritysasiakkaille ja julkisen sektorin toimijoille. Lisäksi yhtiöllä on yksi SaaS-tuoteliiketoimintaa, jonka kaupallistaminen on alkanut.

>20 % kasvu ja 12 %:n kannattavuus

Keskimääräinen orgaaninen kasvu ja liikevoitto-% vuosina 2016-2020

52 MEUR (+9 % vs. 2019)

Liikevaihto 2020

11 % ja 5 %

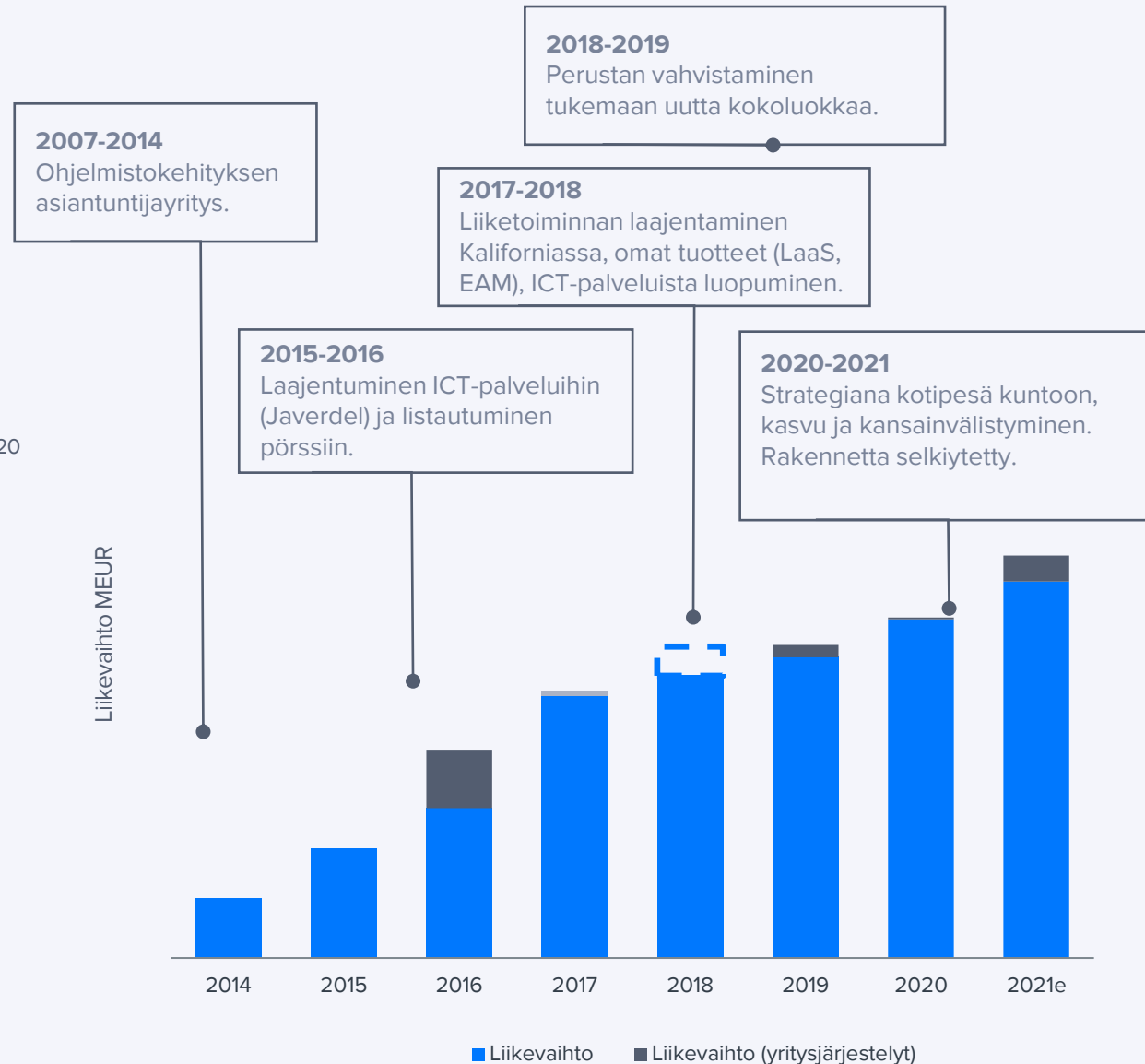
Kansainvälisen liiketoiminnan ja tuotteiden osuus liikevaihdosta

7,6 MEUR (14 % lv:sta)

EBIT (oik.) 2020

517 työntekijää Q1'21 lopussa

Toimistot: Tampere, Helsinki, Turku, Oulu, Kuopio ja USA:ssa (2 kpl)



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 1/2

Yhtiökuvaus

Historia

Vincit on vuonna 2007 perustettu teknologiariippumaton IT-ohjelmistokehityksen suunnitteluun, tekniseen toteutukseen ja ylläpitoon erikoistunut yritys. Yhtiö listautui lokakuussa 2016 First North -markkinapaikalle. Listautumisen jälkeen Vincit on vahvistanut kehänsä ohjelmistokehitystoimintaansa usealla yritysostolla, laajentunut maantieteellisesti ja investoi skaalautuviin tuoteliiketoimintoihin.

Vincitillä on vakuuttava historia kannattavasta kasvusta, vaikka vuosien 2018-19 kehitys oli heikompi. Vincitin liiketoiminta kasvoi ennen listautumista vuosina 2011-2015 keskimäärin noin 40 %:n vauhtia ja on listautumisen jälkeen kasvanut orgaanisesti arviolta 22 % vuosina 2016-2020. Liikevoittomarginaali on ollut ennen listautumista reilu 20 % ja listautumisen jälkeen keskimäärin 12 %. Yhtiö on siten ollut yksi sektorin menestyneimpiä yrityksiä viime vuosikymmenellä.

Vincitin liikevaihto kasvoi 9 % 52 MEUR:oon vuonna 2020 ja liikevoittomarginaali palasi sektorin kärkitasolle reiluun 14 %:iin. Yhtiöllä oli Q1'21 lopussa yhteensä noin 517 työntekijää ja yhtiön liiketoiminta perustuu vahvasti asiantuntijamyynntiin ja vain pienessä määrin tuotteisiin. Vincitin asiakkaat ovat pääosin yksityisiä yrityksiä ja toimitukset ohjelmistokehityshankkeita sekä niitä seuraavaa ylläpitoliiketoimintaa.

Yhtiön asiakaskunta on yhtiön suhteellisen hajautettua. Vincit on perinteisesti toiminut yksityisellä sektorilla, mutta julkisen sektorin asiakaskunta on kasvanut muutamassa vuodessa

lähes nollasta reiluun viidennekseen yhtiön liiketoiminnasta. Yhtiö tavoittelee strategisen IT-kumppanin asemaa vaativissa suurissa asiakkuuksissa, mutta palvelee myös monia pienempiä asiakkaita.

Päämarkkina Suomessa, kansainvälistyminen etenee

Vincitin päämarkkina on Suomen IT-palvelumarkkina, mutta yhtiö aloitti myös kansainvälistymisen Yhdysvalloissa.

Suomessa yhtiöllä on toimipisteitä Tampereella, Helsingissä, Turussa, Oulussa, Kuopiossa ja Jyväskylässä. Tampere on yhtiön suurin yksikkö. Helsingin toimipiste avattiin vuonna 2015, Oulun yksikkö tuli vuoden 2019 alussa yritysoston kautta, Kuopio avattiin vuoden 2021 alussa ja Jyväskylä tuli vuonna 2021 yritysoston myötä.

Vincit aloitti kansainvälistymisen Yhdysvalloissa avaamalla Palo Alton toimipisteen vuoden 2016 alkupuoliskolla. Lisäksi yhtiö on vahvistanut Yhdysvaltojen toimintaa muutamilla pienillä yritysostoilla, joista viimeisin alkuvuonna 2021. Vincitillä on Yhdysvalloissa nyt 2 toimipistettä. Lisäksi yhtiöllä on asiakkaita Saksassa, Ruotsissa ja Sveitsissä, joita palvelee Suomesta. Kansainvälisten toimintojen osuus on jo yli 10 % yhtiön liikevaihdosta ja kasvaa arviota huomattavasti Suomen liiketoimintaa nopeammin.

Vincit panostaa toiminnassaan voimakkaasti yrityskulttuuriin ja henkilöstöön. Yhtiön tavoitteena on erottua kilpailussa pitämällä kiinni korkeasta osaamistasosta sekä rekrytoimalla alan parhaita ja kokeneimpia osaajia. Rekrytointiosaaminen kilpailutekijänä on edelleen markkinalla korostuneessa roolissa johtuen vahvasta

kysynnästä ja osaajapulasta.

Liiketoimintamalli

Palveluliiketoiminta muodostaa Vincitin toiminnan ytimen

Vincitin ytimen eli palveluliiketoiminnan juuret ovat vahvassa teknisessä osaamisessa ohjelmistokehityspalveluissa, mikä erottaa yhtiötä kilpailussa. Palveluliiketoiminnan osuus konsernin liikevaihdosta oli 95 % vuonna 2020. Palveluliiketoiminta on edelleen jaettu Vincit Suomi- ja Vincit USA -liiketoimintoihin. Vincit Suomi vastasi 88 % palveluliiketoiminnan liikevaihdosta ja Vincit USA 12 %.

IT-markkinan nopean muutoksen myötä yhtiö on muokannut viime vuosina tarjoomaansa kattamaan laajempia palvelualueita sekä digipalveluiden elinkaarta. Vincitin vahvuuksia ja erityisosaamisalueita ohjelmistokehityspalveluissa ovat palvelumuotoilu, verkkopalvelut ja tietojärjestelmät, mobiilisovellukset, sähköiset palvelut ja tietojärjestelmät, sulautetut järjestelmät sekä teollinen internet. Nykyisiä kasvu- ja panostusalueita ovat dataohjattu liiketoiminta, pilvitransformaatio sekä erityisesti ohjelmistoylläpito- ja 24h tukipalvelut. Kilpailussa yhtiö pyrkii yhdistämään pienen toimijan ketteryyttä koko elinkaaren kattavaan palvelutarjoomaan. Lisäksi yhtiö erottuu yrityskulttuurillaan rekrytointikilpailussa. Käsitksemme mukaan markkinat yhtiön osaamisalueille kasvavat tällä hetkellä edelleen vahvasti ja kilpailu painottuu edelleen osaajien rekrytointiin.

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 2/2

Vincit on viimeisten vuosien aikana uudistanut palveluliiketoiminnan organisaatorakennetta pariin otteeseen ja muuttanut sitä solupohjaiseen muotoon, kun se aiemmin toimi yhtenä kokonaisuutena. Nykyisen organisaatorakenteen pitäisi kantaa noin 1000 työntekijää ilman, että yhtiön tarvitsee kasvattaa hallinnollisia rakenteita. Palveluliiketoiminta työllistää tällä hetkellä arviomme mukaan reilu 500 työntekijää ja näin kasvuvaraa on arviolta useaksi vuodeksi eteenpäin.

Vincitin ohjelmistokehityspalveluiden asiakkaina pääasiassa suuret yhtiöt ja julkishallinto. Sopimusten koot vaihtelevat pienistä lyhyistä projekteista useille vuosille ulottuviin useiden miljoonien eurojen sopimuksiin, joita toimitetaan pääasiassa tuntipohjaisella hinnoittelulla. Yksi yhtiötä erottava tekijä projektitoimituksissa on ollut myös 100 % tyytyväisyystakuu. Yhtiön kasvaessa myös keskimääräinen asiakaskoko on kasvanut trendinomaisesti. Kun hankkeet ulottuvat syvälle asiakkaan liiketoimintakriittisiin järjestelmiin, tulee asiakkuuksista luonteeltaan jatkuvampia ja IT-toimittajan kyvykkyys ylläpitoon ja jatkuvaan palvelutuotantoon korostuu. Strategisesti yhtiö on muokannut palveluliiketoimintaa viime vuosina projektitoimittajan roolista kohti strategisen ja liiketoimintakriittisen kumppanin roolia asiakkaissa.

Palveluliiketoiminta nousi viime vuonna takaisin sektorin kärkeen 10 %:n orgaanisella kasvulla ja reilun 16 %:n oikaistulla liikevoittomarginaalilla.

Tuoteliiketoiminta on nyt selkeämpi

Vincit on viime vuosina panostanut ydinliiketoiminnan rinnalla myös omiin tuotelähtöihin. Yhtiön ainoa tulokseen konsolidoitava tuote on jatkossa Vincit EAM, kun LaaS Companystä (aik. Vincit LaaS) myytiin merkittävä osuus kesäkuussa. Vincit jatkaa LaaS-tuotteen vähemmistöomistajana. Tuotteet ovat SaaS-pohjaisia ohjelmistoliiketoimintoja. Vincit EAM tuotteen parissa on tällä hetkellä töissä vajaa 30 omaa henkilöä ja lisäksi yhtiö käyttää alihankintaa. Vincitin tuoteliiketoiminnan liikevaihto 5,7 MEUR tai 5 % konsernin liikevaihdosta vuonna 2020. Vincitin EAM vastasi ymmärryksemme mukaan 98 % tai 5,6 MEUR tuoteliiketoiminnan liikevaihdosta.

Vincit EAM -tuote (Enterprise asset management) on modulaarinen toiminnanohjousratkaisu. Tuotetta myydään tällä hetkellä Suomessa ja se sopii lähes kaikille teollisuudenaloille, joissa on jatkuvia huoltotarpeita. Tuote soveltuu myös kansainväliseen käyttöön. Järjestelmän asiakkuudet ovat jopa yli 10 vuoden pituisia, sillä kyseessä on asiakkaalle kriittinen järjestelmä, jonka vaihtamisen kynnyks on korkea. EAM on osoittanut sille löytyvän markkinaa tuotteen saamien ensimmäisten merkittävien pitkäaikaisten tilausten myötä. Esimerkiksi Atrian kanssa tiedotetun sopimuksen kesto oli 10 vuotta ja arvo 1,2 miljoonaa euroa. Vincitillä on potentiaalia kasvattaa asiakkuutta merkittävästi suuremmaksi, mikäli Atria tai muut asiakkuudet laajentavat ohjelmiston käyttöä kaikkiin tuotantolaitoksiinsa.

EAMin liiketoimintamalli perustuu käyttöönottoprojekteihin, mitä seuraa jatkuva

SaaS-laskutus. Tuotteen ylösajovaihe on hidas pitkistä myyntisykleistä ja käyttöönottoprojekteista johtuen, mutta vastaavasti asiakaspysyvyys vahvaa. EAM-tuote kasvaa tällä hetkellä voimakkaasti, mutta suuri osa liikevaihtoa on edelleen käyttöönottoprojektia ja pienempi osa jatkuvaa SaaS-pohjaista laskutusta.

Vincit on jo pari vuotta kertonut tutkivansa uudenlaisten rahoitusmallien tai omistusratkaisujen käyttöä VincitEAM ja Vincit LaaS -liiketoimintojen edelleen kehittämiseksi. Näin LaaS-liiketoiminnan osuuden myynti ei tullut yllätyksenä. Vincitin suunnitelma on vähentää omistustaan LaaS Companyssä myös tulevaisuudessa joko osakemyyntien tai muiden rahoitusjärjestelyiden kautta. Kommentoimme tarkemmin tuotestrategiaa raportin strategia osiossa. Vincit LaaS osuuden myynnin jälkeen tuoteliiketoiminnan rakenne on nyt selkeämpi ja konsernin fokus parempi. Vincit EAM osalta yhtiö suunnittelee ymmärryksemme mukaan ensisijaisesti kansainvälistymistä ja vasta tulevaisuudessa suurempia omistusjärjestelyitä todennäköisenä. Vincit kirjaa kakki tuotekehityskulut suoraan kuluina tulokseensa, mikä on rasittanut yhtiön kannattavuutta viime vuosina.

Kumppanit



Teknologiatoimittajat ja -yhteisöt

Toiminnot

Rekrytointi



Myynti



Digitaaliset IT-palvelut (projektit)



Ohjelmistoylläpito



Ohjelmistoratkaisujen tuotekehitys



Liiketoimintaidea

Koko elinkaaren kattavat ohjelmistokehityspalvelut sekä yksi kasvuvaiheessa olevaa tuoteliiketoiminta

VINCIT

- Teknologia riippumaton tehokas tekninen toteutus
- Asiakkaille 100 %:n tyytyväisyystakuu
- Itseohjautuva organisaatorakenne
- Vahva työnantajamielikuva ja henkilöstöomistus

Tavoitteet

- Vincit ohjeistaa liikevaihdon kasvun olevan 15 % - 22 % ja EBITA-%:n olevan 11 % - 16 % vuonna 2021.
- Tavoite maksaa vähintään 30 % tuloksesta osinkoina

Kilpailu



Asiakassegmentit



Ydinosaamisalueita

Palvelu- ja liiketoimintamuotoilu



UI & UX suunnittelu



Ohjelmistokehitys



Jatkuvat palvelut



Tuoteratkaisut

EAM



LaaS (vähemmistöomistus)



Alihankkijat, resurssivuokraajat ja tuotejärjellenmyyjät

Kustannusrakenne

478 hlö (2020)
45 m€ (2020)



Henkilöstökulut
(77 % kustannuksista)



Ulkopuoliset palvelut
(6 %)



Liiketoiminnan muut kulut
(17 %)

Kansainvälinen liiketoiminta & Suomen liiketoiminta



~10%



~90%

Tulovirrat

Liikevaihto 52 m€
EBIT 7,6 m€ (2020)



Liiketoimintamallin riskiprofiili



IT-palvelumarkkina 1/7

Iso kokonaismarkkina

Pohjoismaiden (Ruotsi, Norja, Suomi, Tanska) IT-palvelumarkkinan koko oli eri tutkimuslaitosten mukaan noin 25 miljardia dollaria vuonna 2019. Suomen IT-palvelumarkkinan on puolestaan arvioitu jakaantuvan noin 3,5 miljardin euron yksityiseen ja noin 1,1 miljardin euron kokoiseen julkiseen sektoriin.

IT-palvelumarkkinan määritelmään kuuluvia osa-alueita ovat esimerkiksi IT-konsultointi, ohjelmistokehityspalvelut, integrointi- ja käyttöönottopalvelut, ulkoistuspalvelut, ohjelmistojen ylläpito- ja tuki sekä IT-infrastruktuuripalvelut.

IT-palvelumarkkinan ja sen euromääräisen koon määritelmä jatkaa kuitenkin hämärtymistä, kun IT:n ja teknologian rooli jatkaa digitalisaation myötä nousua konehuoneesta liiketoiminnan ytimeen eri toimialoilla. Siten IT-palveluyhtiöiden toimintakenttä risteää yhä vahvemmin uusien rinnakkaismarkkinoiden kanssa, joiden ei ole perinteisesti katsottu kuuluvan IT-markkinoihin. Näitä ovat esimerkiksi strategiakonsultointi, transformaatiojohtaminen, design ja palvelumuotoilu.

Markkinan kasvua vetävät digitaaliset palvelut

Perinteisten IT-palveluosa-alueiden odotetaan eri arvioiden mukaan kasvavan keskimäärin 2-4 % vuosivauhtia. Uusien digitaalisten palveluiden odotetaan kasvavan keskimäärin jopa 10 % vauhtia riippuen osa-alueista. Markkinan kasvua hidastavat laskeva perinteinen infra ja legacy-ohjelmistojen kysyntä.

Palvelualueittain markkinaa nopeammin kasvavia alueita odotetaan sektorin listattujen ja

listamattomien yhtiöiden kyselykierroksen myötä olevan pilvipalvelut, transformaatiojohtaminen, data & analytiikka ja tietoturva. TietoEVERY odottaa pilvipalveluiden kasvavan 15 %, data & analytiikan 15 %, ydinohjelmistojen 10 % sekä automaatio ja DevOpsin 20 %. Näkemyksemme mukaan TietoEVERY on parhaita toimijoita arvioimaan markkinoiden kehitystä Pohjoismaissa, koska yhtiöllä on laaja IT-tarjoama, se toimii useimmilla asiakassektoreilla ja omaa maantieteellisesti vahvan läsnäolon kaikilla pohjoismaisilla markkinoilla.

Asiakassektoreittain TietoEVERY kertoi joulukuussa odottavansa terveydenhuollon sektorin kasvavan keskimäärin 5-6 %, julkisen sektorin 4-5 %, energiasektorin 3-4 %, metsäteollisuuden 6-7 % sekä pankkipalveluiden ja maksuratkaisuiden 4-9 % vuosina 2020-2023.

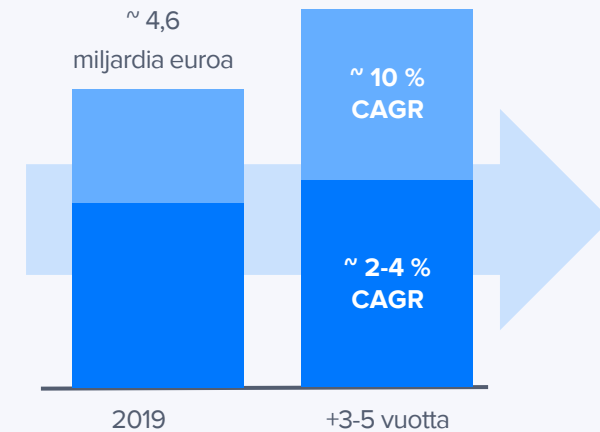
Vincit on ollut vahvassa organisisessa kasvussa läpi 2010-luvun. Markkinakasvua huomattavasti nopeamman kasvun taustalla on ollut Vincitin asemoituminen IT-markkinan kasvaville alueille. Myös yhtiön menestys osajakilpailussa on ajanut Vincitin markkinaa nopeampaa kasvua.

Markkinan pitkän aikavälin kasvunäkymät

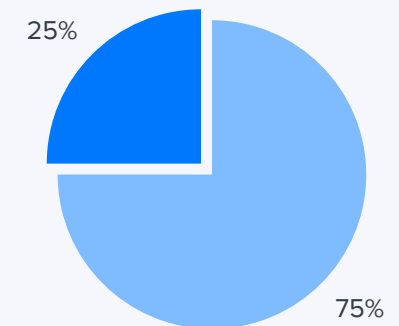
Yhteiskunnan digitalisoituminen edellyttää toteutuakseen valtavan määrän käsipareja rakentamaan, integroimaan ja ylläpitämään uusia sovelluksia, minkä takia IT-konsulttiyhtiöiden pitkän aikavälin kysyntäfundamentit ovat vahvoja. Tämän ansiosta IT-palveluyhtiöt tarjoavat sijoittajalle hyvän mahdollisuuden sijoittaa digitalisaatiotrendiin palveluliiketoiminnan rajatummalla riskiprofiililla. Markkinan voidaan odottaa kasvavan makrotaloutta nopeammin pitkällä aikavälillä.



Suomen markkina ja kasvukuva



■ Perinteiset IT-palvelut ■ Uudet digitaaliset palvelut



■ Yksityinen sektori ■ Julkinen sektori

IT-palvelumarkkina 2/7

IT-investointien muuttuva luonne jakaa markkinaa

Jatkuvasti voimistuva digitalisaatiomurros käynnisti IT-markkinalla 2010-luvulla uuden aikakauden, joka on jakanut markkinaa uusiksi ja synnyttänyt uusia toimijoita markkinalle. Digitalisaatiomurroksen ja kiihtyvän teknologian muutosvauhdin myötä IT:n ostaminen on muutoksessa, mikä edellyttää IT-yhtiöiltä kykyä sopeuttaa tarjontaa jatkuvasti. Markkinalla 2010-luvulla alkanut siirtymä kohti IT-investointeja, joilla luodaan uutta liiketoimintaa ja erottumistekijöitä jatkuu edelleen, kun pelkän kustannustehokkuuden tavoittelu ei riitä kilpailussa. IT:n ostaja on tällöin usein liiketoiminta tai tuotekehitys, eikä tietohallinto ja tukitoiminnot. Kysytyt osaamisalueet liittyvät kasvavassa määrin uusiin digitaalisiin palveluihin ja vähemmän taustajärjestelmiin. Markkinan murros loi voimakkaan kasvumahdollisuuden monille uudelle aikakaudelle syntyneille toimijoille (kuten Futurice, Solita, Reaktor, Siili, Gofore ja Vincit), jotka ovat profiloituneet tarjoamiltaan uusien digipalveluiden kehittäjiksi. Perinteiset toimijat olivat aluksi hitaita mukauttamaan tarjontaansa ja kulttuuriaan vastaamaan paremmin markkinan muuttuvaa ostokäyttäytymistä ja palvelualueiden kysyntää.

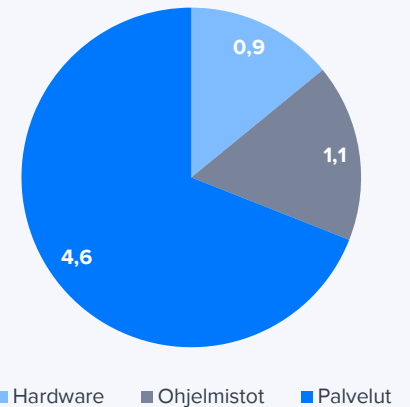
IT-palvelumarkkinan muutosta 2010-luvulla voidaan havainnollistaa yksinkertaistettuna jakamalla markkina voimakkaasti kasvaneisiin uusiin digitaalisiin palveluihin sekä hiipuvaan perinteiseen tietojärjestelmäkehitykseen. Markkinan kahtiajako on nyt kuitenkin muuttumassa epärelevantiksi, sillä uusia digitaalisia

palveluita ei voida käsitellä liiketoiminnan ydinjärjestelmistä erillisenä.

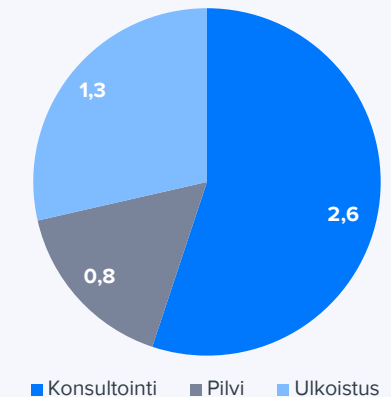
Selkeänä trendinä markkinalla onkin viime vuosina ollut IT-ostamisen vakavoituminen, kun asiakasorganisaatioissa on havaittu, että oikotietä digitalisaatioon ei pystytä hankkimaan ostamalla digisovelluksia tietohallinto ohittaen. Organisaatioiden vakiintuneet tietojärjestelmät eivät katoa, vaan niitä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

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

Suomen IT-markkina vuonna 2019, miljardia euroa



Suomen IT-palvelumarkkina vuonna 2019, miljardia euroa



IT-palvelumarkkina 3/7

Markkinan sisäinen jakautuminen ja kehityssuunta

Olemme jakaneet IT-palvelumarkkinan kolmeen eri osioon (sivu 13) seuraavasti:

- 1. Uusien digitaalisten palveluiden markkina,** joka käsittää uusien digitaalisten palveluiden kehityksen (räätälöity ohjelmistokehitys). Tämä on ollut markkinan voimakkaimmin kasvava osa-alue, joka on käytännössä syntynyt vasta viimeisen vajaan kymmenen vuoden aikana. Nimekkäitä toimijoita markkinalla ovat muun muassa Reaktor, Futurice, Nitor, Bitfactor, Siili 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 valmishjelmistojen toimituksen, räätälöinnin, integraation ja ylläpidon. Tällä markkinalla Suomessa tunnettuja toimijoita ovat esimerkiksi Innofactor, Enfo, Solteq, Digia, Sofigate, eCraft, Bilot sekä erityisesti IT-generalistit (kuten TietoEVRY 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 TietoEVRY, Fujitsu) vahvuus ja alalle tulon kynnyks korkea, koska markkina on edellyttänyt skaalaetuja ja investointeja. Pilvimurroksen myötä markkinalla on kuitenkin käynnissä uusjako, mikä on

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

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

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

Selkeä suuntaus sektorin toimijoilla on myös elinkaariajattelu, sillä monet uudet toimijat pyrkivät nyt rakentamaan myös kyvykkyyden tarjota ohjelmistoylläpitoa. Lisäksi asiakkaiden ostaminen jatkaa siirtymää ohjelmistokehitysprojekteista kohti jatkuvaa ohjelmistokehitystä, mikä muuttaa markkinan luonnetta. Yhteistä kaikkien keskisuurten ja suurten toimijoiden strategioille on myös pyrkimys liiketoimintakriittisemmän kumppanin asemaan asiakkaissa. Pienten ohjelmistokehittäjäalojen osaaminen ja tarjonta ei

tällöin yksinään ulotu riittävän syvälle asiakkaan IT-järjestelmiin ja prosesseihin. Tämä kehitys voi kiihdyttää markkinan konsolidaatiota.

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

Taustajärjestelmäosaaminen tekee paluuta ja niihin liittyvää data tulee osata hyödyntää

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

Taustajärjestelmissä kilpailukenttä on huomattavasti vakiintuneempi, alalle tulon kynnyks korkeampi, asiakassuhteet hyvin vakiintuneita ja osaamisalueena nämä kyvykkyydet ovat vaikeita rakentaa. Tämä suuntaus elinkaariajatteluun on puhtaiden digipalveluiden kehittäjien yksi haaste kilpailussa generalisteja vastaan.

IT-palvelumarkkinan jakautuminen

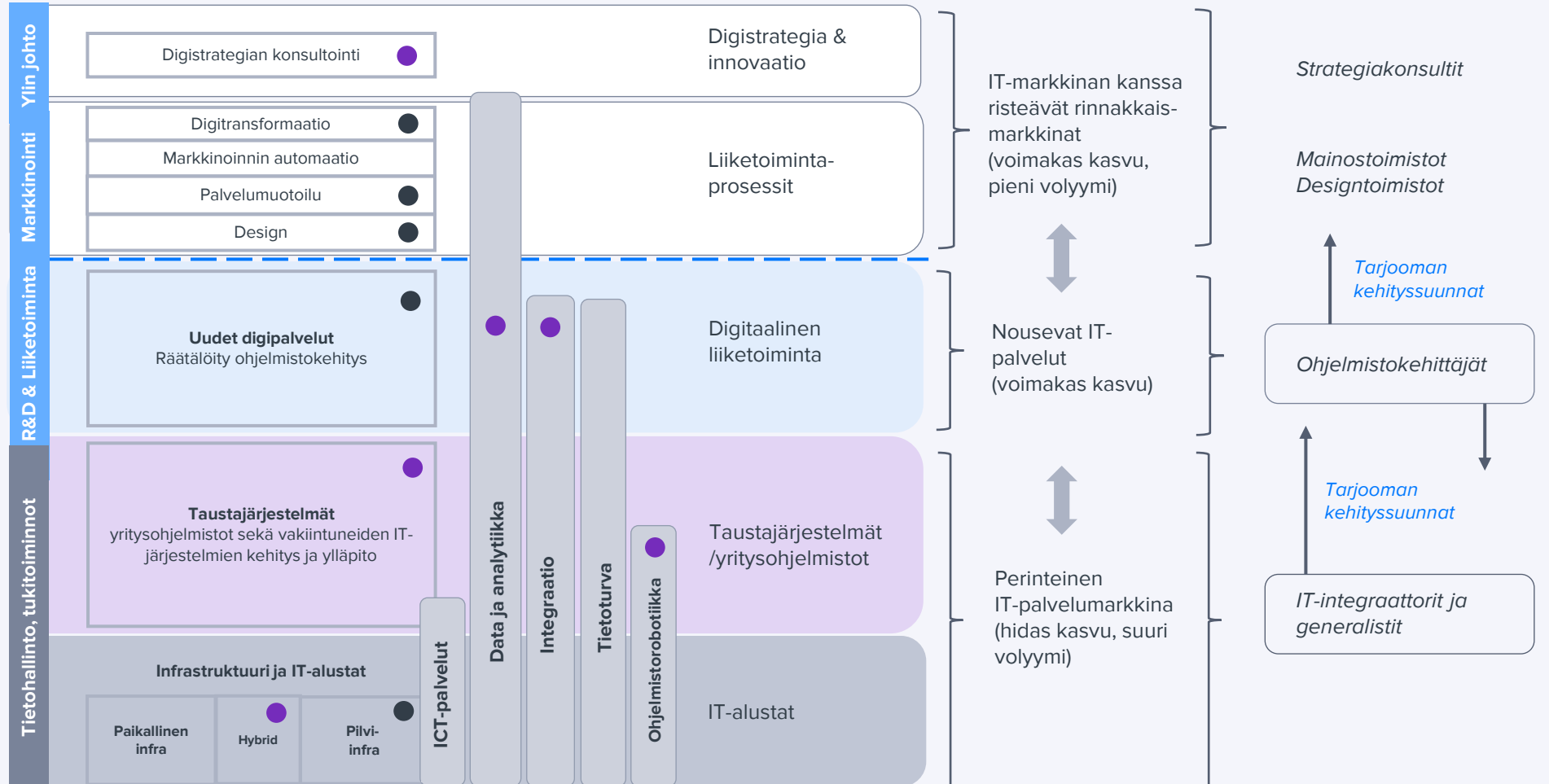
Ostaja

Palvelualueet

Rooli asiakkaan liiketoiminnassa

Markkina

Kilpailu



IT-palvelumarkkina 4/7

Vincit vahvasti vuoden 2017 lopulla ylläpito-osaamista yritysostolla. Vincitin ohjelmistoylläpito ja 24h asiakastuki ovat siten nousseet yhdeksi kilpailueduksi yhtiölle. Läheiset kilpailijat ovat indikoineet halua laajentua ylläpitoon, mutta tämä on ollut perinteisesti projektiorganisaatioille haastava kyvykkyys rakentaa.

Trendit organisaatioiden IT-ostamisessa

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

Data ja analytiikka on nousemassa jälleen yhdeksi markkinan kuumimmista trendeistä sektorin kommenttien perusteella. Datasta on tulossa yhä useammalla toimialalla strateginen kilpailutekijä ja edellytys tulevaisuuden tekoälyratkaisuille. Muun muassa TietoEVRY ja Digia ovat nostaneet datan keskeiseksi osaksi strategiaan. Haasteena asiakkailla on yhdistää data siiloutuneesta tietohallinnosta läpi koko organisaation markkinointiin ja liiketoimintajohtoon. Voittajia ovat IT-yhtiöt, joilla on yhdistettynä analytiikan, koneoppimisen ja liiketoiminnan ymmärrystä.

Tietoturva on vielä tällä hetkellä suhteellisen pieni osa IT-palvelutoimittajien tarjoamissa, mutta se on datan tavoin nousemassa yhä vahvemmaksi kilpailu- ja hygieniatekijäksi. Ostajat keskittyvät yhä enemmän tietoturvaan ja se on toimittajalle selkeä maineriski.

Alihankintaverkostot ja niiden rakentaminen on yksi viime vuosien selkeitä trendejä. Tällä yhtiöt paikkaavat osin rekrytointitarvetta ja lisäävät joustavuutta.

Suuria, monivuotisia korkean riskin erp-

käyttöönottoprojekteja (SAP, Oracle, IBM) ei enää tehdä ja tämän markkinan luonne muuttuu. Vakiintuneet toiminnanohjausjärjestelmät eivät poistu asiakkailta, mutta ne jäävät ylläpitotilaan olemassa olevien IT-toimittajien hoitoon ja niitä viedään pilveen. Toiminnanohjausjärjestelmien modernisointiin investoidaan, jotta ne eivät olisi pullonkaulana digitalisaatiohankkeille. Häviäjiä ovat olleet suurista projekteista riippuvaiset generalistit. Hyötyjiä ovat usein pienemmät toimijat, joilla on integraatio-osaamista.

IT:n hankkiminen suurina projekteina vähenee edelleen ja siirtyy kohti pienempiä, iteroivia prosesseja sekä jatkuvaa kehitystä. Häviäjiä ovat hidasliikkeiset projektiorganisaatiot. Hyötyjiä ovat toimijat, joilla on osaamista ketterään ohjelmistotuotantoon, kyky hallita useiden eri toimittajien palveluita sekä kyvykkyudet jatkuvien palveluiden tuottamiseen.

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

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

IT-budjettien omistus asiakkailla hämärtyy ja siirtyy CIO-roolista yhä enemmän

liiketoimintajohtajien ja markkinoinnin rooliin. 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 muodostunee seuraavan viiden vuoden tähtäimellä merkittäviä palvelualueita.

Käyttäjäkeskeisyyden ja asiakaskokemuksen nousu jatkuu. Nousevia alueita ovat esimerkiksi digitaalinen palvelumuotoilu, design ja asiakaskokemus. Osaaminen näillä alueilla nousee tärkeämmäksi kilpailutekijäksi IT-toimittajaa valitessa. Monet toimijat ovat paikanneet tätä aluetta yrityskaupoin. Hyötyjiä ovat olleet pienet luovat, design-keskeiset toimijat.

Pilvimurros jakaa edelleen markkinaa. 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 siirryttäessä. Ohjelmistojen jälleenmyyjien lisenssikomissiot ovatkin kutistuneet viime vuosina. Häviäjiä ovat lisenssien jälleenmyynnistä riippuvaiset toimijat. Hyötyjiä ovat asiakkaat.

IT-palvelumarkkina 5/7

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

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

Osaajapula, palkkainflaatio ja asiakashinnat on pähkinä ratkottavaksi sektorilla

Näkemyksemme mukaan osaajapulana ja asiakashintoja voimakkaampi palkkainflaatio on yksi sektorin keskipitkän ja pitkän aikavälin keskeisiä haasteita, johon sektorilla tulisi löytää

ratkaisu. Tehokkuutta jatkuvasti parantamalla tämän yhtiön ratkominen käy ajan myötä yhä haastavammaksi.

Osaajamarkkina on kroonisesti haastavassa tilanteessa ja sen sisällä etenkin korkeamman kokemustason päässä on arviomme mukaan kyettävä erottautumaan lähtökohtaisesti muilla kuin palkkatasoon liittyvillä tekijöillä. Tällaisia tekijöinä pidämme muun muassa mielenkiintoisia asiakasprojekteja ja oman kehityksen kannalta hyvää työympäristöä. Osaajapulana myötä on myös tärkeätä, että nykyisistä osaajista kyetään pitämään kiinni ja henkilöstön vaihtuvuus minimoimaan. Osaajapulaa ollaan viime vuosina sektorilla ratkottu lisäämällä ja rakentamalla omia alihankintaverkostoja.

Palkkainflaatio on eri yhtiöiden kanssa käymiemme keskusteluiden perusteella ollut viime vuosina 2-5 % välillä, omaamispainotuksesta riippuen. TietoEVERY kertoi alkuvuonna palkkainflaation olevan noin 2 %, mikä on selvästi sektorin muita kommentteja matalampi. Tällä hetkellä mikään ei viittaa palkkainflaation hidastumiseen. Osittain tätä pyritään hillitsemään maantieteellisesti halvempaa työvoimaa käyttäen, mikä ei kuitenkaan pitkällä tähtäimellä ole ratkaisu ongelmaan.

Asiakashintojen kehitys on vuosien ajan ollut sektorien kommenttien perusteella 0-2 % ja näin ollen selvästi palkkainflaatiota maltillisempaa. Koronan myötä asiakashinnoissa on joissakin tilanteissa ollut jopa painetta alas. Henkilöstökulut vastaavat sektorilla karkeasti noin 2/3-osaa

kuluista ja vertailu palkkainflaation ei täten mene yksi yhteen, mutta efekti on negatiivinen lähes kaikilla sektorin toimijoilla. Peukalosääntönä asiakashinnat ovat korkeammat yksityisellä sektorilla, kun taas julkisen sektorin sopimukset ovat perinteisesti pitkiä ja tarjoavat sitä kautta jatkuvuutta. Näin asiakaspainopisteen muutos voi onnistuessaan olla yksi asiakashintojen nousun ajuri.

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

IT-palvelumarkkina 6/7

Markkinan tulevat voittajat näkemyksemme mukaan

IT-markkinan selkeimpiä voittajia viimeisen viiden vuoden aikana ovat olleet uusien digipalveluiden kehitykseen erikoistuneet yhtiöt, jotka ovat menestyneet etenkin osaajakilpailussa. Nyt digipalveluiden markkina on saavuttanut selkeästi kypsemmän vaiheen ja pelin seuraava ottelu käydään muualla kuin puhtaasti osaajakilpailussa. Näkemyksemme mukaan sektorin menestystekijät muuttuvat ja voittajia seuraavan 5 vuoden aikana ovat:

- IT-palvelumarkkina on ikään kuin jatkuvan teknologisen muutoksen keskellä. Näihin muutoksiin reagoiminen ja niiden ennakkoon tunnistaminen on oman menestymisen kannalta olennaista. Teknologian kiihtyvässä muutosvauhdissa myös osaajien muutoskyvykkyys nousee avainrooliin. Tässä uudistumisharjoituksessa epäonnistuminen vaikuttaisi suoraan nykyisiin asiakassuhteisiin, uusien asiakkaiden hankkimiseen, suhteelliseen kilpailuasemaan ja siten pidemmän aikavälin arvonluontikykyyn. Näkemyksemme mukaan IT-palvelumarkkinan kestävin kilpailuetu tulee jatkuvasta muutoskyvykkydestä.
- Yritykset, jotka pystyvät vahvemmin yhdistämään myös juniori-resurssit, pystyvät arviomme mukaan kasvamaan vahvemmin ja kannattavammin. Tästä hyvä esimerkki on Tanskalainen IT-palveluyhtiö NetCompany. Osittain junioriresurssien laajempi käyttö

Suomessa vaatii muutosta myös ostajissa (ts. pois CV-mallista ratkaisuoistamiseen).

- Vahvojen asiakkuuksien omistajat, joilla on strategisen kumppanin rooli asiakkaissa, kyky johtaa laajoja IT-hankkeita sekä skaalata toimintaa vahvan alihankkijaverkoston kautta. Alihankkijan roolissa olevat pienet toimijat, jotka ovat pääasiassa keskittyneet asiakkaitaan enemmän osaajakilpailuun, ovat heikoilla makromarkkinan heikentyessä.
- Yritykset, joilla on vahvaa integraatio- ja taustajärjestelmäosaamista sekä kyvykkyys ylläpitoon ja jatkuviin palveluihin. Ylläpidossa vahvat toimijat ovat vahvoilla myös markkinan heikentyessä. Tämä on monen keskisuuren digipalveluiden kehittäjän heikkous.
- Yritykset, jotka onnistuvat rakentamaan dynaamisen organisaatiomallin, joka pystyy reagoimaan ketterästi nopeasti kehittyvään markkinaan. Monet sektorin yhtiöt kärsivät tehottomista ja huonosti joustavista hierarkkisista ja siiloutuneista organisaatorakenteista, jolloin uudistuminen on vaikeaa markkinan muuttuessa.
- Datasta ja analytiikasta on tulossa yhä kriittisempi osa toimitusta ja keino luoda lisäarvoa asiakkaalle ja kilpailuetua toimittajalle. Palvelualueen rooli on jo nyt tärkeä, mutta nousemassa yhä tärkeämmäksi ja mahdollistaa myös tekoälyn ja koneoppimisen laajemman ja tehokkaamman käytön.



Kilpailuedut markkinalla

- Uudistumiskyky
- Kyky rekrytoida
- Elinkaaritarjooma
- Kuumat osaamisalueet:
 - Transformaatiokyvykkyys
 - Datan hyödyntäminen
 - Tietoturva
- Ketteruus ja nopeus
- Osaajien kyvykkyudet (CV)

Lisäarvo markkinalla

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

IT-palvelumarkkina 7/7

Yrityskaupat ja konsolidaatio sektorilla jatkuu

IT-palvelusektorin konsolidaatio oli aktiivista läpi viime vuosikymmenen. Sektorille ominaista on ollut strategisten osaamisalueiden puutteiden paikkaaminen yrityskaupoilla.

Monilla toimijoilla on vahvat kassat ja yritysostot osana strategiaa. Koronan puhjetessa yritysjärjestelyt pysähtyivät, mutta viime syksystä yritysjärjestelypuolella on ollut jälleen aktiivista. Sektorin yhtiöiden hinnoittelu on kohonnut tuntuvasti viimeisen viiden vuoden aikana ja tämä korkea hinnoittelu on valunut myös listaamattomien puolelle. 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.

Ulkomaiset toimijat tähyävät myös ostettavaa Suomesta, mikä lisää sektorin konsolidaatiopainetta. Ulkomaisten sijoittajien näkökulmasta Suomesta kiinnostavan tekee poikkeuksellinen keskisuurten digipalveluiden kehittäjien markkina ja näiden toimijoiden osaaminen.

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

Digipalveluiden kehityksen markkinan siirtyessä nyt kypsempään vaiheeseen ja IT-markkinan eri osa-alueiden yhdyntyessä on laajempi konsolidaatio todennäköistä, kuten Tiedon ja EVRYn sekä KnowITn ja Cybercomin fuusiossa nähtiin. Kiinnostava skenaario voisi olla kahden keskimarkkinan toimijan yhdistäminen vahvemmaksi toimijaksi haastamaan suuria generalisteja. Näkemyksemme mukaan yhdistymisessä tulisi olla selkeitä liikevaihtosynergioita ja kilpailuetua vahvistavia tekijöitä. Suomen markkinassa on näkemyksemme mukaan listattuja toimijoita, joiden osaamispainotus, maantieteellinen läsnäolo ja asiakasportfolio sopisivat yhteen eri listattujen toimijoiden kanssa.

Selkeitä osaamisalueita, joita on viime vuosina hankittu tarjoaman vahvistamiseksi ovat neuvonanto, transformaatiojohtaminen sekä data ja analytiikka. Lisäksi kauppoja on tehty toki myös toimituskapasiteetin takia.

Sektorin yrityskauppoja

Pvm	Ostaja	Kohde	EBITDA				
			Lv	-%	Henkilöstö	EV/S EV/EBITDA	
06/21	eCraft	Project-IT	12		30		
05/21	Eficode	Beecom (SUI)	10	15 %	58	1,0x	7x
05/21	Loihde	Talent Base Oy	7	15 %	58	1,4x	7x
05/21	HiQ	Scandio (GER)			100		
05/21	Knowit	Cybercom			1200		13x
04/21	Vincit	Bonsky Digital	2,7	7 %	30	1,0x-1,1x	13x-15x
03/21	TSS	Innofactor Prime-liiketoiminta	>2		15		
02/21	Aucerna	TietoEVRYn öljy ja kaasu – liiketoiminta	~50		430	3,2x	
02/21	Solteq	Partiture Oy	2,4	~40 %	16	1x	2x-3x
02/21	Gofore	CCEA ja Celkee oy	5,6	21 %	50	1,1x	5,1x
12/20	IBM	Nordcloud	80		490		
12/20	Digia	Climber (SE, FI, DK, NED)	14	5 %	77	0,6x-1,0x	12x-20x
12/20	Siili	Supercharge (Unkari)	9	23 %	115	~1,8x	~8x
08/20	Triton	Hiq	~180	14 %	1500	1,9x	13,6x
08/20	Bilot	CastorIT	7,3	12 %	60	1,2x	10x
08/20	Gofore	Qentinel	12,0	14 %	100	~0,9x	~6,4x
08/20	Pinja	PiiMega					
11/19	Solita	Ferrologic	13,1		100		
11/19	Fellowmind	eCraft ja Orango					
06/19	Tieto	Evry	1290	14 %	9400	1,4x	9x
06/19	Digia	Accountor Enterprise Solutions	12,7		114	0,7x	6x
05/19	Eficode	Praqma (SE, NO, DK)	5,5		46		
03/19	Nixu	Ezenta (DK)	8,8			0,7x-0,9x	
03/19	Nixu	Vesper Group	2			1,0	
03/19	CGI (tarjous)	Acando (SE ja 2018 tot. luvut)	280	10 %	2100	1,5x	14,6x
02/19	Digia	Starcut	~1,5	~5 %	19		
02/19	Gofore	Silver Planet	7,2	0,3	40	1,5x	6,0x
01/19	eCraft	Evry (FI - Dynamics toiminnot)			40		
01/19	Vincit	LeanCraft	3,0	>30%		1,8x	5,5x

Kilpailukenttä 1/3

Kilpailijoita kolmessa tasossa

Suomen IT-palvelumarkkinan hajanaista rakennetta mukaillen myös kilpailukentästä on muodostunut pirstaleinen. Ylätasolla kilpailukenttä voidaan mielestämme jakaa kolmeen kerrokseen. Ensimmäisessä kerroksessa operoivat suuret kansainväliset IT-generalistit, jotka eri markkinalähteiden mukaan pitävät hallussaan noin 50 % markkinaosuutta. Tällaisia globaaleja jättejä ovat esimerkiksi TietoEVRY, CGI, Fujitsu, Accenture ja CapGemini. Toisessa kerroksessa toimivat yhtiöt ovat puolestaan kokoluokaltaan noin 20-150 MEUR:n liikevaihtoluokassa olevia toimittajia ja näiden yhteenlasketuksi markkinaosuudeksi on arvioitu noin 30 %. Kolmas kerros ja siten markkinan loppuhäntä kuuluu sen sijaan kooltaan pienemmille ja alle 200 henkeä työllistävälle ratkaisutaloille.

Vincitin kilpailijoita ovat suuret, usein kansainväliset IT-generalistit sekä pienemmät ohjelmistokehitystalot. Generalisteista esimerkkinä voidaan mainita TietoEvry, CGI, Cap Gemini ja Accenture. Pienemmistä ohjelmistokehitystaloista kilpailijoina voidaan mainita Reaktor, Idean (CapGemini), Gofore, Futurice, Siili ja Solita. Selkeitä yksittäisiä pääkilpailijoita on kuitenkin vaikea osoittaa kentän pirstaleisuuden vuoksi. Vincit asemoituu näiden toimijoiden väliin toimintamallilla, joka pyrkii yhdistämään pienen toimijan ketteryyden, luovan osaamisen, vahvan teknologiaosaamisen sekä riittävän toimituskyvykkyyden ja palvelutarjoaman vastata suurten asiakasorganisaatioiden tarpeisiin. Yhtiö pyrkii kasvamaan asiakasorganisaatioissaan liiketoimintakriittisen kumppanin rooliin.

Vincitin EAM-tuote

Vincit EAM-tuote soveltuu keskiuurille asiakkaille, joilla on jatkuvaa huoltoa edellyttävää toimintaa. Tärkein kilpailuetu tuotteella on sen modulaarisuus ja pilvipohjaisuus. EAM on vielä varhaisessa kehitysvaiheessa, mutta luottamusta tuotteen kilpailukykyyn lisää se, että ensimmäiset suuret asiakkaat ovat jo sitoutuneet tuotteeseen jopa 10 vuoden sopimuksilla. EAM-tuotteen lähin kilpailija Suomessa on SAP:n ylläpitomoduuli. Solteq on myynyt hieman Vincit ratkaisua vastaavan huolto- ja kunnossapitojärjestelmiä toimittavan MainIoT Software Oy:n IFS-konsernille vuonna 2016.

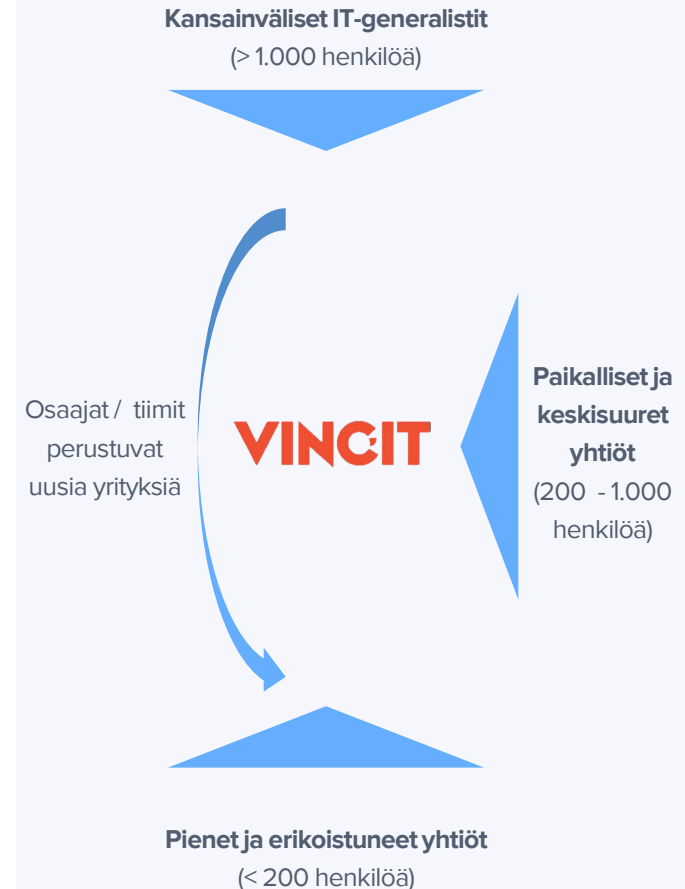
Suurien skaalaa vastaan taistellaan eri keinoin

Mielestämme suurten IT-generalistien selkeimpiä vahvuuksia ovat mittavat resurssit ja laajat tarjoamat, joita vahvistetaan usein kustannustehokkailla offshore-tuotannoilla. Tyypillisesti näiden toimijoiden asiakas- ja teollisuusportfoliot ovat hyvin laajoja. Näin myös asiakas- ja toimialaymmärrykset ovat yleensä pienempiä toimijoita syvempiä. IT-generalistien geeniperimän ytimessä on vahva taustajärjestelmäosaaminen.

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



Kilpailukentän dynamiikka



Kilpailukenttä 2/3

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

Koska toimialan ansaintalogiikka on pääomakevyttä ja henkilöintensiivistä, myös alalle tulon kynnykset ovat yleisesti ottaen matalia. Monet IT-palvelumarkkinan uudet toimijat ovatkin syntyneet vakiintuneista IT-toimittajista yrittäjiksi lähteneiden osaajien perustamina. Pienempien toimijoiden suurimpana heikkoutena on mielestämme se, että ne usein jäävät arvoketjussa jumiin ja joutuvat palvelemaan loppuasiakkaita vain osana alihankintaverkostoa. Tästä johtuen pienet yhtiöt eivät välttämättä kykene tarjoamaan kunnianhimoisille osaajille riittävän mielenkiintoisia urapolkua, mikä samalla vaikeuttaa sekä oman liiketoiminnan kasvattamista että arvoketjuuseman kohentamista. Osaajakilpailussa pienten yhtiöiden keskeisimmät valitit ovatkin tyypillisesti

kulttuurisidonnaisia.

Kilpailuetuja rakennettava jatkuvasti

Toimialan hyvistä kasvunäkymistä huolimatta kilpailua on paljon, sillä markkinassa on useita toimittajia ja alalle tulon kynnykset ovat aikaisemmin todetun mukaisesti matalat. Arviomme mukaan myös edellytykset pelkällä teknisellä taituruudella ja yksittäisillä pisteratkaisuilla erottautumiselle ovat kapeat. Pitkällä aikavälillä näemmekin, että kilpailuetuja on rakennettava laajempien ja strategisiin kumppanuuksiin tähtäävien osaamisten päälle. Tämä puolestaan edellyttää yhtiöiltä sitä, että toiminnasta löytyy jatkuvaa dynaamisuutta, joustavuutta ja uudistumiskykyä. Pitkällä aikavälillä menestyäkseen yhtiöiden onkin mielestämme kyettävä lukemaan sekä teknologioiden että asiakastarpeiden kehittymisiä ja reagoimaan näihin muutoksiin omia osaamisia soveltamalla / rakentamalla. Tätä taustaa vasten pidämme aidosti kestävien kilpailuetujen luomista rakenteellisesti vaikeana harjoituksena. Pitkän aikavälin arvonluonnille emme kuitenkaan näe tätä esteenä.



Vincitin kilpailutekijät

Vahvistavat tekijät

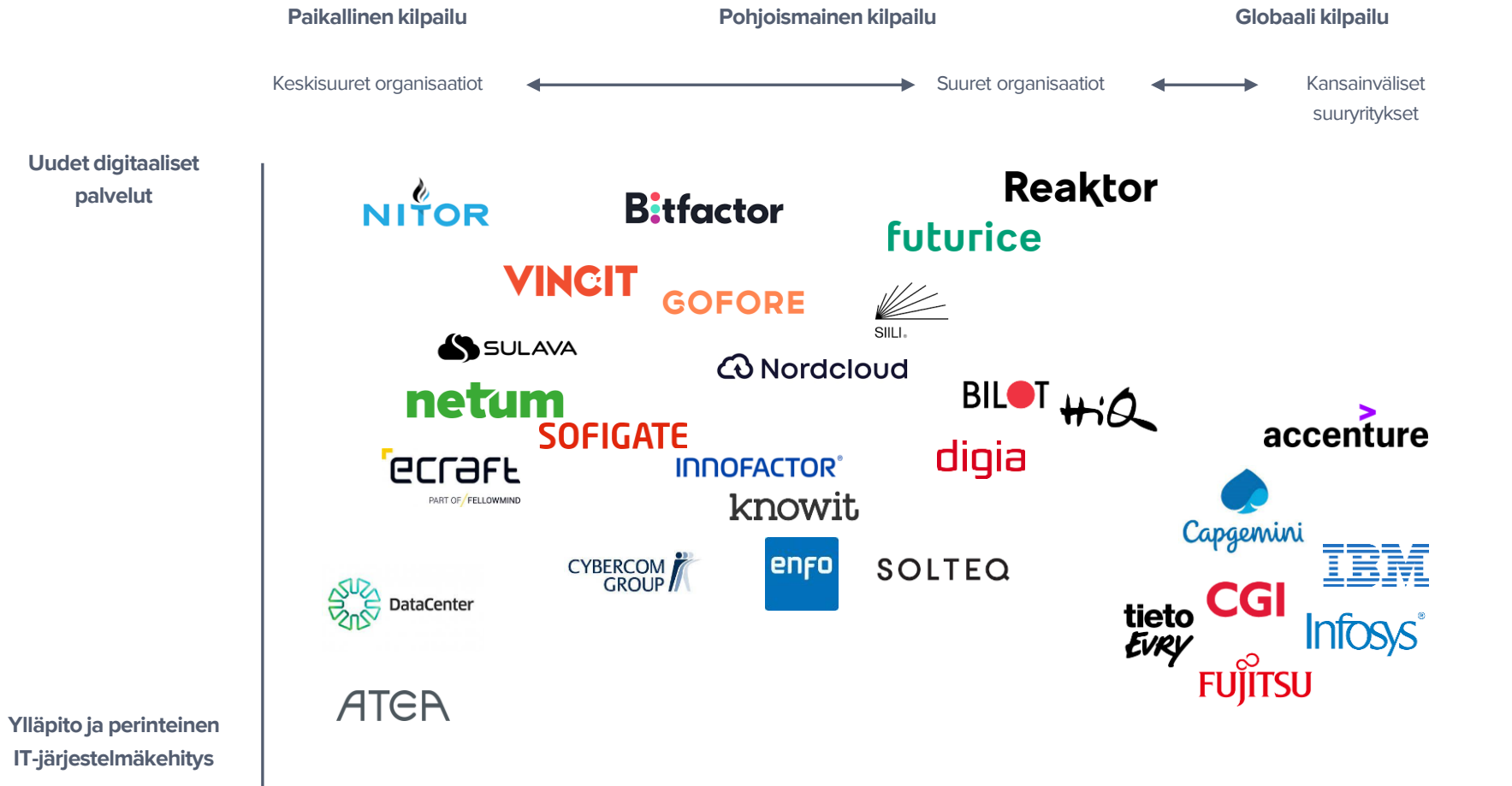
- Kyvykkyys toimittaa vaativia hankkeita vs. pienet toimijat
- Ketteryys, reagointi- ja uudistumiskyky vs. suuret generalistit
- Osaamisen hallinta ja kyky houkutelaa osaajia
- Terävät osaamiskärjet tietyillä palvelualueilla
- Ylläpito-osaaminen

Heikentävät tekijät

- Kapeampi tarjooma vs. generalistit, joilla mittavat offshore-resurssit, laaja tarjooma ja kyvykkyys toimittaa korkean riskin suuria hankkeita
- Useita pieniä ketteriä toimijoita haastajina, monilla palvelualueilla matala alalle tulon kynnyks
- Osaajamarkkina ja yhtiön tiukka rekrytointiseula rajaavat kasvua

Kilpailukenttä

Suomen markkinarakenne asiakaskoon ja palvelualuekohtaisen asemoitumisen perusteella



Kilpailukenttä 3/3

Vertailuryhmän kasvu ja kannattavuus

Tarkastelemme sivun 22 kuviossa listattujen sekä listaamattomien suomalaisten ja muiden Pohjoismaisten IT-palveluyhtiöiden kasvua ja kannattavuutta

Vertailuryhmän kasvu vuositason 2016-2020 on ollut keskimäärin 16 %, mitä selittää markkinan kasvu, monien pienten toimijoiden nopea orgaaninen kasvu sekä useiden toimijoiden yrityskaupat. Voimakkaimmin kasvaneet yhtiöt ovat laajentuneet niin yritysostoin kuin myös orgaanisesti. Vahvoja orgaanisia kasvavia ovat olleet Vincit, Siili, Solita, Futurice, Gofore, Reaktor NetCompany ja Kainos sekä viime vuosina myös Digia. Hitaimmin ovat kasvaneet suuremmat toimijat, jotka ovat kärsineet markkinan murroksesta (kuten TietoEVRY, CGI, Know-IT).

Kasvua tarkasteltaessa on havaittavissa, että Suomen IT-markkinalla pienet erikoistuneet toimijat ovat yltäneet selvästi nopeimpaan kasvuun. Tämä heijastaa perinteisen järjestelmäkehityksen kysynnän hiipumista ja IT-kysynnän painottumista uusille alueille, joihin pienemmät ja ketterämmät toimijat ovat pystyneet tehokkaammin vastaamaan. Viimeisen parin vuoden aikana monet aikaisemmin pienet ja ketterät toimijat ovat kuitenkin kasvaneet suhteellisesti jo isompaan kokoluokkaan ja kasvuvauhdin ylläpitäminen käy yhä haastavammaksi, mikä on näkynyt vuosina 2019-20 orgaanisen kasvuvauhdin hidastumisena. Selkeä erottuva yhtiö on Tanskalainen

Netcompany, joka 3500 osaajasta huolimatta pystyy kasvamaan palveluliiketoiminnassa orgaanisesti ~20 % ja tekemään 30 % EBITA-%.

Kannattavuuden osalta vertailujoukon keskiarvo on 12 % käyttökatteella (EBITDA-%) mitattuna vuositason 2016-2020 (2015-2019 11,5 %). Yhtiöt ovat keskimäärin kannattavuudeltaan terveellä tasolla. IFRS-16-muutos nosti IFRS-kirjanpidossa olleiden yhtiöiden käyttökatemarginaaleja noin 1-3 %-yksikköä vuodesta 2019 alkaen (efekti laimeampi keskiarvoja katsottaessa). Tämä heikentää vertailukelpoisuutta vuotta 2019 edeltävään jaksoon ja erityisesti FAS-kirjanpidossa oleviin yhtiöihin. IT-palveluiden toimialalla olemme pitäneet yli 10 % EBITDA-tasoa hyvänä kannattavuustasona (ilman IFRS-16-vaikutusta). Yksinumerosiin kannattavuustasoihin yhtiöiden ei pitäisi olla tyytyväisiä. Suuret generalistit TietoEVRY ja CGI ovat tehneet hyvää kannattavuutta hitaasta kasvusta huolimatta, mikä perustuu niiden vahvaan markkina-asemaan ja ohjelmistoliiketoimintaan.

Kannattavuuden ja kasvun yhdistelmää viiden vuoden ajalta vertailemalla markkinassa erottuvat muutamat toimijat ylitse muiden. Tähtipelaajien lokeroon asettuvat suomalaisista Gofore, Vincit, Sofigate, Netum ja Reaktor sekä tanskalainen Netcompany, isobritannialainen Kainos ja ruotsalainen Enea. Ruotsin markkinalla selkeä nousija on HiQ, joka on onnistunut muuntamaan liiketoimintamallinsa vastaamaan markkinatrendeihin. Pääomasijoittaja Triton osti HiQ:n viime vuonna.



Kasvun keskeisimmät ajurit

Pitkä aikaväli

- Digitalisaatio kiihdyttää ja kasvattaa markkinaa
- IT:stä tulee yhä keskeisempi osa yhtiöiden liiketoimintaa ja strategiaa
- IT-palvelumarkkinan määritelmä laajenee

Lyhyt aikaväli

- Asiakashintojen nousu
- Rekrytointi – Työntekijäimago, matala vaihtuvuus
- Tehokkuuden parantaminen laskutusasteiden ja/tai prosessitehokkuuden myötä
- Alihankinnan kasvattaminen
- Yritysostot



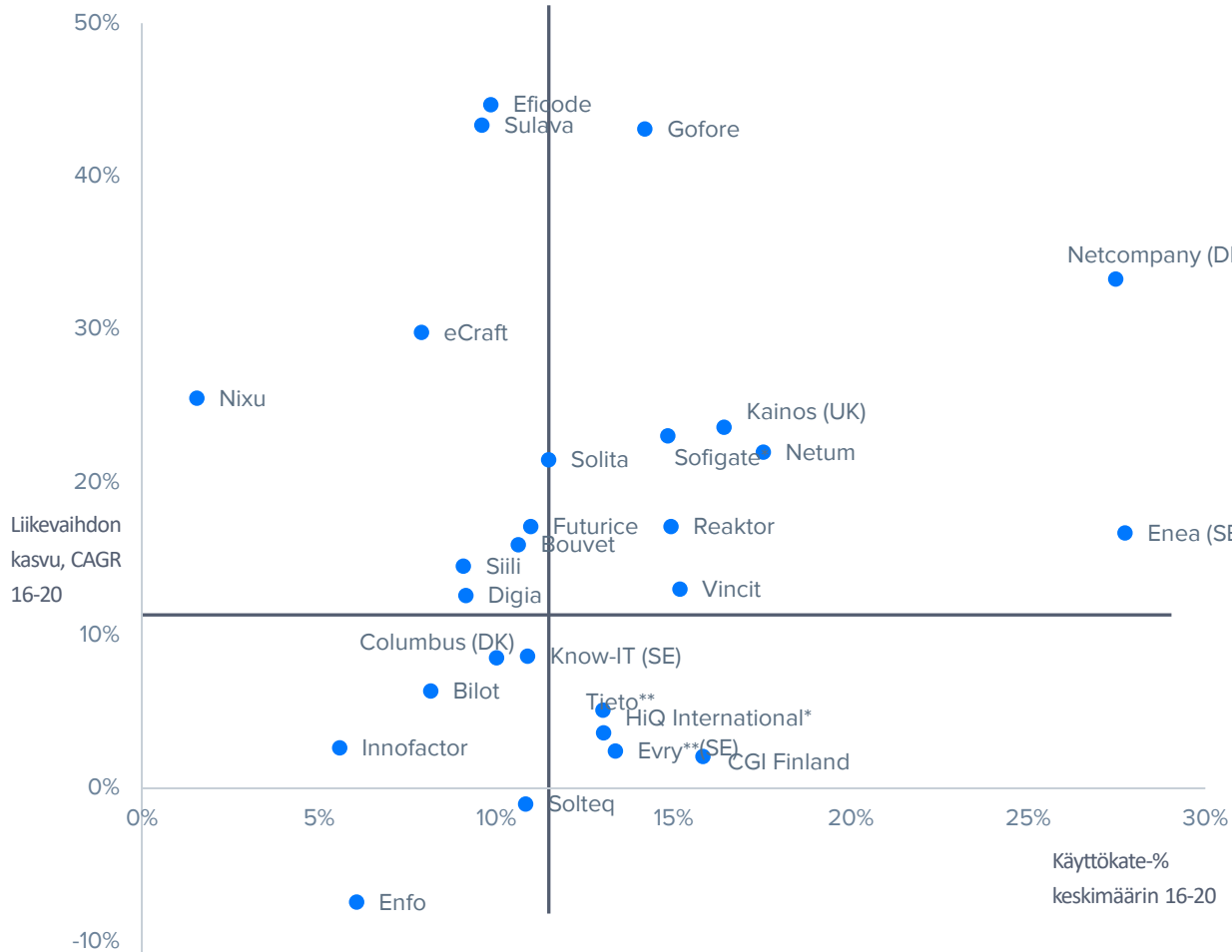
Kannattavuuden keskeisimmät ajurit

Lyhyt aikaväli

- Laskutusasteet
- Tehokkuuden parantaminen
- Palkkainflaation hillitseminen
- Koronan myötä uudet toimintatavat ja sen myötä pysyvästi laskenut kiinteiden kulujen tehokkuus ja matkustuskulujen todennäköinen lasku

Kilpailukenttä

Kilpailijoiden taloudellinen historia



Lähde: Inderes, yhtiöt

*vuodet 2016-2019

**Itsenäisenä vuodet 2016-2019

Luvut sisältävät IFRS 16 -muutoksen vuoden 2019 lähtien



Kilpailukentän profiili



Tähdet

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

Kasvajat

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

Tuloskoneet

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

Käänneyhtiöt

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

Strategia 1/2

Strategian pääteema ”kotipesä kuntoon” on saavutettu

Keväällä 2019 Vincit julkaisi ensimmäistä kertaa kattavamman strategian. Strategia pohjautuu strategisen asiakkuuden käsitteeseen. Aiemmin Vincitin strategiana oli lyhkäisyydessään ”tavoitteena on huomenna tyytyväisemmät työntekijät ja asiakkaat kuin tänään”. Aikaisempi tavoite kuvastaa kuitenkin edelleen vahvasti yhtiön kulttuuria. Kevään 2019 strategiassa yhtiö syvensi, mitä se tavoittelee pitkällä aikavälillä ja laajemmassa kontekstissa.

Vincitin strategian teemat ovat 1) kotipesä kuntoon, 2) kasvua ilman kaaosta ja 3) Vincitistä vientituote. Vincitin ydinliiketoiminta on ollut yksi sektorinsa kannattavimpia ja yhtiö on palannut huippukuntoon heikomman vuoden 2019 jälkeen. Lisäksi yhtiö hakee liiketoimintakriittisemmän toimittajan asemaa asiakkaissa vahvistamalla palvelutarjoomaa. Osana tätä voi olla valikoidut ydinliiketoimintaa vahvistavat yrityskaupat, joiden onnistuneesta toteutuksesta yhtiöllä on viime vuosilta kohtalaisesti näyttöjä.

Näkemyksemme mukaan yhtiön strategian ensimmäinen ja tärkein teema, eli ”kotipesä kuntoon” on nyt saavutettu. Seuraavaksi yhtiö voi vahvemmin panostaa 2 ja 3 teemoihin, eli kasvuun kotimaassa ja kansainvälisesti. Ymmärryksemme mukaan yhtiö tulee tarkentamaan strategiaan syksyllä ja miten Yhdysvallat ja mahdolliset muut kansainväliset toiminnot sidotaan vahvemmin yhdeksi kokonaisuudeksi. Lisäksi pidämme luontevana ja arvioimme että yhtiö siirtää fokusta jälleen vahvemmin kasvuun, nyt kun perusta on kunnossa.

Vincit on rakentanut uuden solu-organisaatorakenteen, jonka pitäisi kantaa 1000

työntekijää ilman tarpeita kasvattaa tukitoimintojen rakenteita. Näin kasvun tulisi osin myös skaalautua tulokseen.

Yhtiössä aloittaa elokuun alussa uusi toimitusjohtaja. Nykyinen toimitusjohtaja ja perustaja siirtyy hallituksen puheenjohtajaksi ja pysyy operatiivisesti vastuussa tuoteliiketoiminnasta. Näkemyksemme mukaan muutos parantaa palvelu- ja tuoteliiketoimintojen saamaa huomiota, kun palveluliiketoiminnan operatiivinen johtaminen keskitetään toimitusjohtajalle ja strategia, kehitys, M&A ja tuotekehitys vahvemmin hallituksen puheenjohtajalle. Arvioimme uuden toimitusjohtajan tuovan omat mausteet palveluliiketoiminnan kehittämiseen, mutta emme odota suuria muutoksia strategiaan suuntaviivoihin.

Tavoittelee liiketoimintakriittisen kumppanin asemaa

Vincit tavoittelee edelleen liiketoimintakriittisemmän toimittajan asemaa asiakkaissa vahvistamalla palvelutarjoomaa. Osana tätä voi olla valikoidut ydinliiketoimintaa vahvistavat yrityskaupat, joiden onnistuneesta toteutuksesta yhtiöllä on viime vuosilta kohtalaisesti näyttöjä. Viimeisimpänä yhtiö vahvisti palvelutarjoomaansa Bonsky Digital –yrityskaupalla alkuvuonna 2021. Yhtiö arvioi strategisen asiakkuuden roolin vaativan yhtiöltä ymmärrystä erityisesti 1) kuluttajakäyttäytymisen muutoksesta, 2) työelämän murroksesta ja 3) liiketoimintaympäristöjen muutoksesta. Nämä kolme murrosta ovat keskeisiä pelkoja, jotka toistuvat asiakaskentässä. Yhtiön strategian teemana onkin rakentaa maailmaa, jossa huominen ei pelota.

Liiketoimintakriittisen kumppanin rooliin

nouseminen on strateginen teema, joka toistuu läpi sektorin Vincitin kokoluokan yhtiöissä. Tämä on luonnollinen suuntaus, sillä perinteinen ohjelmistokehittäjäresurssien myynti on markkinana saturoitumassa ja kilpailu kiristyy. Pitkässä juoksussa voittajia ovat lopulta vahvimmat asiakassuhteet omaavat IT-toimittajat, vaikka viime vuosina kyky haalia osajaresursseja on ollut korostuneessa roolissa kilpailutekijänä. Strategiseen rooliin nouseminen vahvistaa myös IT-toimittajan kilpailukykyä, hinnoitteluvoimaa ja tuo liiketoimintaan jatkuvuutta. Vincitille haasteena tässä siirtymässä kohti liiketoimintakriittisen kumppanin asemaa on kulttuurin siirtymä projektivetoisesta organisaatiosta kohti asiakasvetoisempaa ajattelumallia.

Kansainvälinen strategia

Vincitin kansainvälinen strategia perustuu ymmärryksemme mukaan samoihin periaatteisiin kun ydinliiketoiminnan strategia kotimaassa. Kansainvälistymistä on tähän mennessä rakennettu hyvin pienillä panoksilla ja hallituin riskein.

Vincitillä on tällä hetkellä hyvin menestynyt (palkittu), vahvasti kasvava ja kannattava liiketoiminta Yhdysvalloissa. Vincit tavoittelee Yhdysvalloissa hyvin voimakasta kasvua. Kasvua yhtiö hakee orgaanisesti ja yrityskauppojen tukemana. Yhtiöllä on lisäksi Saksassa, Sveitsissä ja Ruotsissa asiakkaita, joita tällä hetkellä palvelee Suomesta.

Vincit kartoittaa laajentumismahdollisuuksia Yhdysvalloissa ja ulkomailta aktiivisesti. Arvioimme yhtiön tarkentavan kansainvälistymisen strategiaa syksyn aikana.

Strategia 2/2

Vincit aloitti vuonna 2020 laajentumisen julkisen puolelle

Vincitin on laajentunut julkiselle sektorille pienin investoinnein. Yhtiö palkkasi vuoden 2020 alussa asiakassektorista vastaan henkilön ja julkaisi viime vuonna useita tilauksia sektorille. Näkemyksemme mukaan Helsingin kaupungin [tilauksen](#) kokoluokka ja useat tiedotetut sopimukset ovat osoitus Vincitin onnistuneesta laajentumisesta julkiselle sektorille. Yhtiö on voittanut tarjouskilpailuja yksin ja ryhmittymällä. Ryhmittymien muodostaminen on myös julkisella puolella tuttua ja mahdollistaa paremmin pienten ja keskisuurten IT-palveluyhtiöiden penetroitua suuriin hankkeisiin.

Julkisesta sektorista on viime aikoina tullut sektorin toimijoille entistä mielenkiintoisempi asiakassegmentti suuren digitalisaatiotarpeen, ostotavan muutoksen sekä vakaan asiakasprofiilin takia. Julkisen sektorin markkina on muuttunut iteratiivisempaan kehitykseen ja siten avannut Vincitille oven markkinalle, koska se on Vincitin pääasiallinen toimitusmalli ja yhtiön vahvuus. Vincit arvioi markkinan kasvavan voimakkaasti keskipitkällä aikavälillä ja odottaa sieltä löytyvän kiinnostavia hankkeita yhtiölle.

Tuotestrategiasta tuli LaaS-kaupan myötä keskittyneempi

Vincit on viime vuosina panostanut voimakkaasti Vincit EAM- ja Vincit LaaS-tuotteisiin, mikä on painanut yhtiön kannattavuutta ja aikaisemmin tehnyt kokonaisuudesta vaikeasti tulkittavan. Viime vuoden liiketoimintajaon myötä näkyvyys yhtiön liiketoimintaan ja tuotteiden tulosrasitukseen parani selvästi, mikä helpottaa myös tuotestrategian tulkitsemista.

Yhtiön tuotestrategiaan tavoitteena on etsiä ratkaisuja, jotka on skaalattavissa 5 MEUR:n liikevaihtoon 3 vuodessa. Vincit EAM täyttää arviolta edelleen tämän kriteerin (2021e liikevaihto >3 MEUR ja kasvu ~40 %). Vincit LaaS:n kehitys on kuitenkin ollut arvioitamme heikompaa, osin koronan painamana. Yhtiö kertoi kesäkuussa myyvänsä merkittävän omistuksen LaaS-liiketoiminnasta ja jatkavansa vähemmistöomistajana. Kommenttimme kaupasta on luettavissa [tästä](#). Kokonaisuutena LaaS-kauppa jättää vielä kysymyksen, kuinka onnistunutta yhtiön tuotestrategia on. Tähän kysymykseen saamme jatkossa lisää tarkistuspeisteitä ja pystymme paremmin arvioimaan sitä. Transaktio kuitenkin selkeyttää Vincitin kokonaisuutta ja parantaa fokusta.

Vincit on kertonut jo pari vuotta sitten aktiivisesti arvioivansa järkevää tuotekehityspanostusten kokonaismäärää sekä tutkivansa uudenlaisia rahoitusmalleja ja omistusratkaisuja tuoteliiketoimintojen kehittämiseksi edelleen. Tässä mielessä Vincit LaaS-omistusosuuden myynti ei tullut yllätyksenä. Nykyinen toimitusjohtaja Mikko Kuitunen tulee syksystä olemaan vastuussa pelkästään tuoteliiketoiminnasta, mikä parantaa fokusta tuotteisiin ja niiden kaupallistamiseen.

EAM-tuotteen parissa työskentelee vajaa 30 omaa henkilöä ja 10 alihankintana. Tuotetta myydään tällä hetkellä ainoastaan Suomessa, jossa kehitys on ollut hyvää. Yhtiö suunnittelee myös kansainvälistymistä.

Kansainvälistymissuunnitelmista saadaan arviolta lisää tietoa syksyn strategia tarkennuksissa. Yhtiö on aikaisemmin puhunut mahdollisesta strategisesta kumppanuudesta teollisuuden

kunnossapitoon erikoituneen palveluyhtiön kanssa, sillä tätä kautta tuote voisi tavoittaa yhdellä kertaa laajan markkinapotentiaalin ja avaisi mielenkiintoisen kasvupotentiaalin yhtiölle. Tuotteen myynnin hankekanta on käsityksemme mukaan Suomessa edelleen vahva, mutta myyntisyklit ja käyttöönottoprojektit pitkiä, mikä hidastaa ylösjoa. Yhtiö on saanut useita sopimuksia alkuvuonna 2021, mutta kokoluokka ollut alle tiedotusrajan. Kun asiakkuuksiin on kerran päästy sisään esimerkiksi yhteen tuotantolaitokseen, on niissä tyypillisesti merkittävää kasvupotentiaalia asiakkaan laajentaessa käyttöä useampiin tuotantolaitoksiin.

Yritysjärjestelyillä pyritään vahvistamaan kyvykkyyksiä

Vincit on historiassaan tehnyt useita pieniä ja yhden suuren yritysosaston. Suurin ja ensimmäinen yritysosto ei ollut onnistunut ja yhtiö päätyi lopulta myymään lähes koko ostetun kyseisen liiketoiminnan. Pienet yritysostot ovat ymmärryksemme mukaan olleet onnistuneita. Vincit on kommentoinut olevansa aktiivisempi myös yritysjärjestelyrintamalla, nyt kun perusta on jälleen kunnossa.

Yhtiö arvioi tuoteportfolion laajentamisen ja maantieteellisen laajenemisen yritysostojen myötä mahdollisena. Vahvistettavia osa-alueita ovat ylläpito ja pilvitransformaatio. Kyseiset kyvykkyydet ovat sektorilla haluttuja osa-alueita. Mielenkiintoisina niche-osaamisina yhtiö näkee digimarkkinoinnin ja verkkokaupparatkaisut.

Yritysostokriteereistä tärkeimpänä yhtiö näkee strategisen yhteensopivuuden. Lisäksi kulttuuri ja ostettavan yhtiön kannattavuus ovat tärkeitä ominaisuuksia.

Strategian asemoituminen

	Ohjelmistokehittäjätalot	Keskisuuret	IT-generalistit (kuten TietoEvy)
Esimerkki	Siili, Solita, Vincit, Futurice, Reaktor, Gofore	Digia, Solteq, Innofactor	TietoEvy, CGI, Accenture
Geeniperimä	Uudet digitaaliset palvelut, digitalisaattioratkaisut	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 -kyvykkyydet Globaali toimituskyvykkyys Laajin tarjooma Vahva asiakaspito
Heikkoudet	Resurssivuokraajan rooliin jääminen Ylläpitokyvykkyydet Kyky toimittaa kokonaisratkaisuja	Tarve uudistua ja investoida Väliinpuotoajan rooliin jääminen Projektiriskeille altistuminen	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 Sektorin keskimääräinen kannattavuus	Maltillinen orgaaninen kasvu Kasvu yrityskaupoin Hyvä kannattavuus
Konsolidaatio	Ostokohteina pienet erikoistujat, tavoitteena tarjooman laajentaminen	Ostokohteina pienet erikoistujat, tavoitteena tarjooman vahvistaminen, suuremmat fuusiot mahdollisia	Ostokohteina usein keskisuuret erikoistuneet toimijat, myös suuria fuusioita kansainvälisellä tasolla

Historiallinen kehitys

Historiassa sektorin kirkkainta kärkeä

Vincitin historiallinen orgaaninen kasvu on ollut todella vahvaa. Yhtiön liikevaihto on kasvanut 35 % vuodessa vuosina 2011-2019, josta orgaaninen kasvu on ollut arviomme mukaan 32 %-yksikköä.

Voimakkaasta liikevaihdon kasvusta huolimatta Vincitin kannattavuus on pysynyt sektorin parhaalla tasolla ja liikevoittomarginaali on ollut keskimäärin 20 % vuosina 2011-2019, vaikka kannattavuus oli vain 7 % vuonna 2019. Tämä on IT-palvelusektorin yhtiölle poikkeuksellista, sillä nopea rekrytointivauhti tyypillisesti rasittaa konsulttiliiketoiminnassa kannattavuutta. Yhtiö on siis pystynyt pitämään korkeasta kasvusta huolimatta yllä todella vahvoja käyttöasteita ja onnistunut ajamaan uudet osaajat sisään projekteihin ja asiakkuuksiin nopeasti.

Vincitin poistaa FAS-kirjanpidon mukaan liikearvoa taseesta, mikä heikentää yhtiön kirjanpidollista tulosta. Vastaavasti nettotulosta rasittavat jonkin verran vähemmistöosuudet, jotka ovat viime vuosina olleet noin 10 % oikaistusta liikevoitosta.

Voitonjaon osalta yhtiön tavoitteena on jakaa yli 30 % tuloksestaan osinkoina. Yhtiö on kasvattanut osinkoa vuosittain vuodesta 2011 lähtien.

Vuosi 2020 oli paluu sektorin kärkeen

Vincitin liikevaihto kasvoi 9 % vertailukaudesta 52 MEUR:oon vuonna 2020 ja oli pääosin orgaanista. Liikevaihdon kasvua veti Suomen palveluliiketoiminta, joka kasvoi 9 % vuonna 2020. Vincitin henkilöstömäärä kasvoi vain 2 % vuonna 2020, joten suurin osa kasvusta tuli nousseiden laskutusasteiden ajamana.

Liikevoittomarginaali oikaistuna liikearvopoistoista nousi 14,5 %:iin ja oli 7,6 (2019: 7 %). Kannattavuus nousi laskutusasteiden ja koronan myötä laskeneen kulurakenteen tukemana. Kannattavuutta painoi kuitenkin edelleen tuoteliiketoiminta (EBIT-% oik. -28 %). Vincit poistaa FAS-kirjanpidon mukaisesti liikearvoa taseestaan, joten liikearvopoistojen oikaisu liikevoitosta on vertailukelpoisuuden näkökulmasta perusteltua. Kokonaisuutena kannattavuus nousi takaisin sektorin kärkitasolle ja osoittaa yhtiön perustan jälleen olevan hyvässä kunnossa.

Hallitus ehdotti 18 sentin osakekohtaisen osingon jakamista tilikaudelta 2020, joka vastaa 36 % raportoidusta ja 50 % oikaistusta tuloksesta. Vincitin voitonjakopolitiikan tavoitteena on maksaa vähintään 30 % tuloksesta osinkoina.

Taserakenne on edelleen vahva

Vincit on ollut taseeltaan historiallisesti todella vahva. Yhtiö on yrityskaupoissa käyttänyt perinteisesti oman osakkeen ja käteisen yhdistelmää. Yhtiön omavaraisuusaste oli 2020 lopussa vertailukauden tasolla 73 %:ssa ja nettovelkaantumisaste -38 % (2019: 71 % ja -14 %). Yhtiön tase on terveellä pohjalla johtuen terveestä liiketoiminnasta ja vakaasta rahavirrasta.

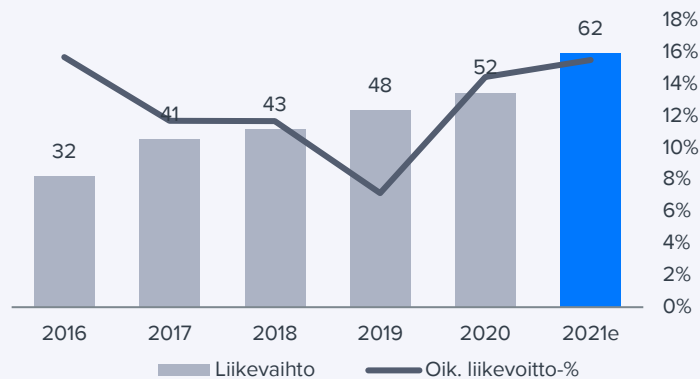
Vincitin taseen suurimpia omaisuuseriä ovat aineettomat hyödykkeet ja saamiset, jotka vastasivat 38 % ja 36 % taseesta 2020 lopussa. Aineettomat hyödykkeet koostuvat pääosin liikearvosta (12 MEUR), jota yhtiö poistaa taseestaan. Liikearvoa on syntynyt taseeseen useiden yritysostojen myötä ja kasvaa arviolta

reilu 4 MEUR:lla H1'21:n kauppojen myötä. Liikearvoa poistetaan 10 vuodessa tai noin 1,6 MEUR vuosittain. Yrityskauppojen kirjanpidollisista poistoista johtuen suosittelemme seuraamaan esittämiämme oikaistuja tunnuslukuja osakkeen arvosta tarkasteltaessa, jotta yhtiö olisi vertailukelpoinen muihin yhtiöihin nähden.

Vincitin vapaan operatiivisen kassavirran ja käyttökatteen suhdeluku on ollut keskimäärin 97 % vuosina 2017-2020 ja voimakkaaseen kasvuun nähden erittäin hyvä.

Historiallinen kehitys

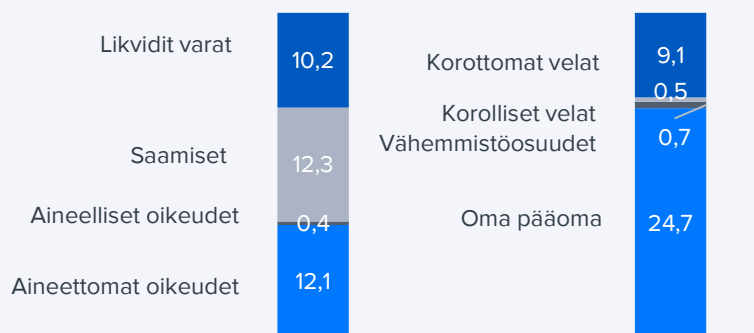
Liikevaihdon ja kannattavuuden kehitys



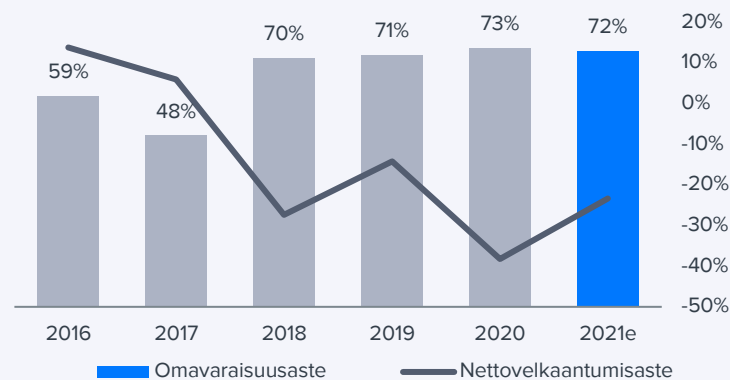
EPS / Osinko



Tase, 2020



Taseen avainlukujen kehitys



Ennusteet

Kasvu kiihtyy vuonna 2021

Vincit ohjeistaa liikevaihdon kasvun olevan 15 %-22 % ja EBITA-%:n olevan 11 %-16 % vuonna 2021. Yhtiö on kertonut laskuttavien henkilöiden nettokasvun olevan kuluvan vuoden tärkein tavoite. Siirtyminen vahvempaan kasvuun on loogista, nyt kun perusta on jälleen hyvässä kunnossa. Yhtiö onnistui rekrytoimaan vahvasti Q1:llä. Q2:lla henkilöstökasvua vetää yritysostot arviolta 40 työntekijällä ja LaaS-myyntin myötä poistumaa on arviolta 10 työntekijää. Ennustamme liikevaihdon kasvavan 18 % 62 MEUR:oon. Kasvu vetää kaikki liiketoiminta-alueet, myös tuoteliiketoiminta kasvaa nyt raportoituja lukuja tarkastellessa (kasvoi viime vuonna orgaanisesti). Kasvu on arviolta orgaanista (11 %) ja yritysjärjestelyiden tukemaa (7 %).

Liikearvopoistoista oikaistun liikevoiton arvioimme laskeva hienoisesti 14,2 %:iin (2019: 14,5 %) koronan myötä laskeneen kulurakenteen hieman palatuessa. Liiketoiminta-alueittain tuoteliiketoiminnan tulosrasitus pienenee myös H2:lla LaaS-myyntin myötä ja tukee hieman kannattavuutta. Liikevaihdon kasvun myötä oikaistu liikevoitto nousee arviolta 8,8 MEUR:oon viime vuoden 7,6 MEUR:sta. Yhtiö kirjaa Q2:lle myös arviolta 0,8 MEUR:n kertaluonteisen LaaS-myyntivoiton liiketoiminnan muihin tuottoihin, joka näkyy meidän raportoiduissa luvuissa. Orgaanisen rekrytoinnin jatkuessa voimakkaan, voi se hetkellisesti painaa kannattavuutta, ennen kuin työntekijät pääsevät hyviin laskutusasteisiin.

Arvioimme yhtiön osingon nousevan 2 senttiä edellisvuoden tasosta 20 senttiin, mikä vastaa

reilua 40 % tuloksesta.

Vuodet 2022-2024

Ennustamme Vincitin liikevaihdon kasvavan 10 %, 7 % ja 7 % vuosina 2022-2024. Odotamme yhtiön liikevaihdon kasvua vetävän lähivuosina palveluliiketoiminnan ja alihankinnan kasvattaminen sekä myös tuoteliiketoimintojen kasvun alkavan vahvemmin tukea kehitystä.

Arvioimme oikaistun liikevoitto-%:n olevan 15 % vuosina 2022-2024 (2021e: 14,2 %). Kannattavuusparannusta ajaa ydinliiketoiminnan kasvun kautta parantuva laskuttavien resurssien osuuden kasvu sekä tuoteliiketoiminnan asteittainen kannattavuuden parantuminen. Yhtiön historialliset 20 %:n kannattavuustasot ovat todennäköisesti haastavia saavuttaa palveluliiketoiminnalla huomioiden nykyinen normalisoitunut markkinatilanne ohjelmistokehityspalveluissa sekä Vincitin kasvanut kokoluokka. Toisaalta tuoteliiketoiminnan skaalautuessa on siinä ennusteisiimme verrattuna edelleen selvää potentiaalia. Lisäksi tuoteliiketoimintaa lisää konsernin liikevaihdon jatkuvuutta.

Pitkän aikavälin ennusteet

Pitkällä aikavälillä odotamme Vincitin kasvun asteittain hidastuvan 4 %:iin vuonna 2028 ja terminaaliotuksen olevan 2,5 %. Odotamme myös liikevoitto-%:n laskevan kohti sektorin keskimääräistä tasoa ja olevan 11 % vuodesta 2028 eteenpäin.

Tase on yritysostojen jälkeen edelleen vahva

Vincitin tase on H1'21:llä tehtyjen kahden yritysoston ja LaaS-osuuden myynnin jälkeen edelleen hyvin vahva. Yhtiön omavaraisuusaste 72 %, nettovelkaantumisaste -23 % ja nettokassa 7 MEUR vuoden 2021e lopulla. Oman osakkeen käyttö, kassa sekä velkavipu tarjoaa edelleen hyviä mahdollisuuksia jatkaa epäorgaanista kasvua. Tuotteet eivät ymmärryksemme mukaan vaadi enää suurempia investointeja.

Kassavirta on sektorilla ja Vincitillä yleisesti todella vahvaa ja vahvistaa jatkuvasti tasetta. Näin Vincitillä on hyvät mahdollisuudet edelleen vauhdittaa epäorgaanista kasvua. Pidämme hyvin todennäköisenä, että yhtiö jatkaa epäorgaanista kasvua. Emme kuitenkaan luonnollisesti sisällytä näitä vielä ennusteisiimme.

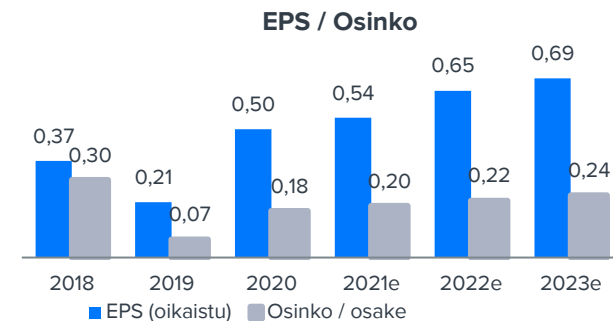
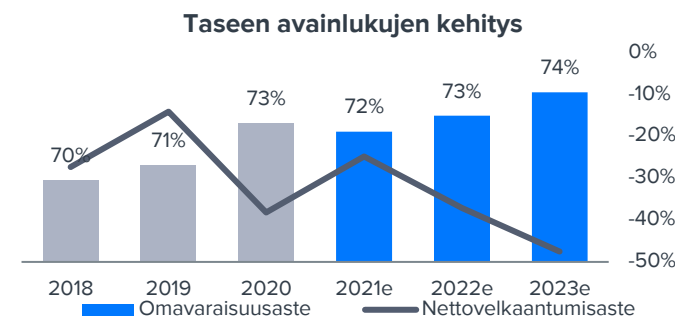
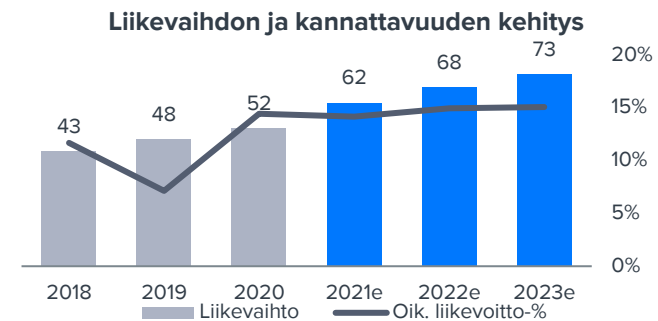
Yhtiön vahva kassaposition, halpa velkaraha ja maltillinen arvostustaso huomioiden kassan ja mahdollisen velkarahan käyttö on näkemyksemme mukaan etusijalla. Osakkeen käyttö on näkemyksemme mukaan perusteltua avainhenkilöiden sitouttamisen näkökulmasta katsottuna.

Ennusteet vuositasolla ja avainluvut

Tuloslaskelma	2018	2019	H1'20	H2'20	2020	H1'21e	H2'21e	2021e	2022e	2023e	2024e
Liikevaihto	43,5	48,2	26,9	25,5	52,4	30,9	31,1	61,9	68,0	72,6	77,8
Palveluliiketoiminta	43,5	45,6	25,7	24,5	50,2	29,4	29,3	58,7	63,7	67,5	71,6
Tuoteliiketoiminta	0,0	2,8	1,2	1,4	2,6	1,6	1,8	3,4	4,3	5,1	6,3
Eliminoinnit	0,0	-0,1	-0,1	-0,3	-0,4	-0,1	-0,1	-0,2	0,0	0,0	0,0
Käyttökate	5,9	4,3	3,6	4,6	8,2	4,8	5,3	10,2	11,0	11,8	12,6
Poistot ja arvonalennukset	-1,8	-2,5	-1,1	-1,1	-2,2	-1,1	-1,2	-2,3	-2,4	-2,4	-2,4
Liikevoitto ilman kertaeriä	5,1	3,5	3,3	4,3	7,6	3,7	5,0	8,8	10,2	11,0	11,8
Liikevoitto	4,1	1,9	2,5	3,4	6,0	3,7	4,2	7,8	8,6	9,4	10,2
Palveluliiketoiminta	4,1	4,4	3,8	4,5	8,3	4,1	5,0	9,2	9,7	10,2	10,7
Tuoteliiketoiminta	0,0	-1,0	-0,5	-0,2	-0,7	-0,4	0,0	-0,3	0,4	0,8	1,1
Liikearvon poistot	0,0	-1,6	-0,8	-0,8	-1,6	-0,9	-0,9	-1,8	-1,6	-1,6	-1,6
Nettorahoituskulut	3,6	-0,2	-0,1	-0,1	-0,2	-0,1	-0,1	-0,2	0,0	0,0	0,0
Tulos ennen veroja	7,8	1,7	2,5	3,3	5,8	3,6	4,1	7,6	8,6	9,3	10,2
Verot	-1,0	-0,3	-0,6	-0,4	-1,0	-0,8	-0,9	-1,6	-1,9	-2,1	-2,2
Vähemmistöosuudet	-0,4	-0,4	-0,2	-0,2	-0,5	-0,2	-0,2	-0,4	-0,4	-0,5	-0,5
Nettotulos	6,3	1,0	1,7	2,7	4,4	2,6	3,0	5,6	6,2	6,8	7,4
EPS (oikaistu)	0,37	0,21	0,21	0,29	0,50	0,22	0,32	0,54	0,65	0,69	0,74
EPS (raportoitu)	0,55	0,08	0,14	0,22	0,36	0,22	0,25	0,46	0,51	0,56	0,61

Tunnusluvut	2018	2019	H1'20	H2'20	2020	H1'21e	H2'21e	2021e	2022e	2023e	2024e
Liikevaihdon kasvu-%	5,6 %	10,9 %	9,2 %	8,2 %	8,7 %	15,0 %	21,6 %	18,2 %	9,7 %	6,9 %	7,1 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%		-32,1 %	90,3 %	149,9 %	119,7 %	12,0 %	18,7 %	15,7 %	15,9 %	7,8 %	7,6 %
Käyttökate-%	13,6 %	9,0 %	13,5 %	17,8 %	15,6 %	15,6 %	17,2 %	16,4 %	16,1 %	16,2 %	16,2 %
Oikaistu liikevoitto-%	11,7 %	7,2 %	12,4 %	16,7 %	14,5 %	12,1 %	16,3 %	14,2 %	15,0 %	15,1 %	15,2 %
Nettotulos-%	14,6 %	2,1 %	6,2 %	10,6 %	8,3 %	8,5 %	9,7 %	9,1 %	9,2 %	9,4 %	9,5 %

Lähde: Inderes



Sijoitusprofiili

Sijoitusprofiili

Perusta on valmis seuraavan vaiheeseen

Vincit on palaamassa profiililtaan IT-palveluyhtiöiden kärkipäähän viime vuosien murrosvaiheen jälkeen. Yhtiön sijoitusprofiili on muuttunut nyt myös selvästi houkuttelevammaksi, kun yhtiön liiketoimintarakenne on selkeä, strategia selkeämpi ja perusta, eli palveluliiketoiminta ollaan jälleen saatu kuntoon ja sektorin kärkitasolle. Listautumisen aikaan yhtiön palveluliiketoiminta ylsi jopa 20 %:n käyttökatetasoille, nyt ~15 %:n tasolla. Tänä päivänä IT-palvelumarkkinan markkinatilanne on normalisoitunut sen verran, että historiallisille huipputasoille palaaminen on vaikeaa, mutta Vincitin palveluliiketoiminta lukeutuu silti jo nyt jälleen sektorin parhaimmiston.

Näkemyksemme mukaan kasvu on osakkeen selkeämpi seuraava arvoajuri, nyt kun kannattavuus on jälleen huipputasolla. Yhtiöllä on työnantajaimagon myötä edelleen etulyöntiasema kovasti kilpailulla osaajamarkkinalla, mikä tulisi mahdollistaa organisen kasvun. Yhtiön organisaatorakenne kantaa lähes kaksinkertaisen määrän laskuttavia osaajia, mikä luo pientä skaalautuvuutta.

Vincit on investoinut viime vuosina merkittävästi palveluliiketoiminnan tarjoaman laajentamiseen ja vahvistamiseen organisesti ja epäorganisesti, jotta se vastaisi paremmin IT-markkinan trendeihin. Esimerkiksi Vincitin vuonna 2016 ostama ylläpito-liiketoiminta kasvaa ymmärryksemme mukaan hyvin ja tuo kilpailuetua elinkaaritarjoaman myötä ja luo jatkuvuutta yhtiön liiketoimintaan. Ymmärryksemme mukaan yhtiö on nyt aktiivisempi yritysjärjestely rintamalla ja odotamme yhtiön

jatkavan IT-markkinan konsolidoimista. Yhtiön vahva tase, vahva kassavirta, oma osake ja velkavivun käyttö tarjoaa hyviä mahdollisuuksia epäorganiseen kasvun jatkamiselle ja voimistamiselle.

Markkinoilla vahvat pitkän aikavälin kasvuajurit

Muiden IT-konsulttien tavoin Vincit tarjoaa sijoittajalle mahdollisuuden sijoittaa digitalisaatiotrendiin palveluyhtiön rajatummalla riskitasolla. Markkinan pitkän aikavälin kysyntäfundamentit ovat mielestämme erittäin hyvät ja Vincit todennäköisesti toimii voimakkaasti kasvavalla markkinalla myös seuraavat 10 vuotta. Melko nuorena yhtiönä Vincitillä ei myöskään ole rasitteenaan hiipuvien palvelualueiden tai vanhojen teknologioiden liiketoimintaa. Yhtiö operoi pääpainoisesti markkinan kasvavilla segmenteillä kilpailukykyisellä toimintamallilla.

Tuoteliiketoimintojen arvostus nyt selkeämpi

Tuoteliiketoiminta selkiytyi edelleen kun LaaS-tuotteesta myytiin merkittävä osuus ja Vincit jäi vähemmistöomistajaksi. Tuotestategian onnistumista on tässä vaiheessa vielä vaikea arvioida, mutta lisäarvo vaikuttaa tällä hetkellä jäävän ohueksi LaaS-tuotteen osalta. LaaS-irtautuminen kuitenkin selkeytti edelleen rakennetta, poisti voimakkaimman tulosrasituksen ja selkeytti rakennetta. Vincitin suunnitelma on vähentää omistustaan LaaS Companyssä myös tulevaisuudessa joko osakemyyntien tai muiden rahoitusjärjestelyiden kautta. Tällöin saamme jälleen uusia tarkastuspisteitä ja pystymme arvioimaan strategian onnistumista LaaS-tuotteen osalta.

Vincitin selkeästi suurempi ja kaupallisesti kypsempi Vincit EAM kasvaa selvästi ja alkaa

asteittain tukea vahvemmin konsernin kasvua. Ensi vuonna tuote alkaa arviolta tukea myös kannattavuutta. Ymmärryksemme mukaan yhtiö näkee Vincit EAMissa edelleen merkittävää kehityspotentiaalia eikä kehitysvaihe ole optimaalinen irtautumiselle. Pidemmällä aikavälillä odotamme yhtiön irtautuvan asteittain tai kokonaan myös Vincit EAM tuotteesta.

Vincitin rooli IT-markkinan konsolidaatiossa

Digipalveluiden kehityksen markkinan siirtyessä kypsempään vaiheeseen ja IT-markkinan eri osa-alueiden yhdentyessä on myös laajempaa konsolidaatiota tapahtunut. Suomen ja Pohjoismaisen IT-markkinan konsolidaatio käy yhä aktiivisena niin pienien, keskisuurten kun myös suurten toimijoiden osalta. Suomen markkina kiinnostaa myös kansainvälisiä teollisia ostajia sekä pääomasijoittajia. Vincitin seuraavan 10 vuoden arvonluonnin kannalta olennaista on myös yhtiön rooli sektorin laajemmassa konsolidaatiossa. Vincit on kulttuuriltaan hieman poikkeuksellinen yritys, minkä takia yhtiön sovittaminen yhteen sektorin suuremman toimijan kanssa voisi olla haastavaa. Toisaalta kulttuuri sopii hyvin yhteen modernien digitalisaatioaikakaudella syntyneiden ketteriä kehitysmenetelmiä soveltavien IT-yhtiöiden kanssa, jotka usein toimivat markkinan kasvavilla ja mielenkiintoisilla alueilla.

Riskiprofiili

Vincitin riskit liittyvät kansainvälistymiseen, yrityskauppoihin, tuoteliiketoimintojen kaupallistamiseen ja osajien saatavuuteen. Yhtiö riskiprofiili on kuitenkin muuttunut selvästi paremmaksi strategian, tuloskäanteen ja tuoteliiketoimintojen asteittaisen selkiytymisen näkökulmasta.

Sijoitusprofiili

1.

Kasvavat markkinat ja aseoituminen markkinan vahvimille kasvualueille

2.

Perusta on kunnossa ja yhtiö on palannut sektorin kärkikastiin

3.

Valmis strategian seuraavaan vaiheeseen ja mahdolliseen kasvun kiihdyttämiseen

4.

Tuoteliiketoiminta alkaa tukea kehitystä

5.

Vahva kassavirta ja tase mahdollistaa yritysostot ja osingonjaon

Potentiaali



- Organisaatiota pystytään skaalata lähes kaksinkertaiseksi ilman tukitoimintojen lisäystä
- Suomen IT-markkinassa Vincitillä potentiaalia kasvaa selvästi markkinaa nopeammin
- Julkisen sektorin vahvempi laajentuminen
- Tuoteliiketoiminnan tulosrasitus vähenee ja tukee asteittain vahvemmin kasvua
- Vincitin rooli IT-markkinan konsolidaatiossa voi tarjota omistajille tuottomahdollisuuksia

Riskit



- Kuumentunut IT-markkina vaikeuttaa rekrytointia
- Kansainvälistymisen ja yrityskauppojen onnistuminen
- Tuoteliiketoimintojen strategian ja kehityksen epäonnistuminen
- Asiakasriippuvuus ja toimitusten projektiriskit
- Koronapandemian pitkittyminen

Arvonmääritys 1/3

Arvoajurit

Arviomme mukaan Vincitin osakkeen arvonmuodostus tulee jatkossa perustumaan vahvemmin orgaaniseen ja epäorgaaniseen kasvuun. Kannattavuus on jo sektorin kärkitasoa ja sen selvä parantaminen olisi nähdäksemme palveluliiketoiminnan kautta haastavaa. Tuoteliiketoiminnassa on selvää parannuspotentiaalia, mutta vaikutus konserniin jää nähdäksemme lyhyellä aikavälillä vielä pieneksi. Keskipitkällä aikavälillä näemme arvonnousupotentiaalia yhtiön jatkuvan ja skaalautuvan potentiaalini myötä. Onnistuessaan nämä tukevat arvostusta niin liikevaihdon kasvun, kuin myös hyväksyttävän arvostuksen nousun tai tuoteliiketoiminnan kertaluonteisen myyntivoiton kautta.

Näkemyksemme mukaan Vincitin arvostusta tukevat seuraavat tekijät:

- Markkinan vahvat kysyntäfundamentit Vincitin osaamisalueilla.
- Vincitin kyky vastata kysyntään rekrytoinneilla ja hyvällä työnantajakuvalla myös kilpailussa markkinatilanteessa. Organisaatorakenne skaalautu ~1000 työntekijään tukiliiketoimintojen osalta.
- Matalariskinen liiketoimintamalli, jossa kannattavuus on ollut pitkällä aikavälillä vahvaa, eikä yhtiö kannan merkittäviä projektiriskejä.
- Kaupallistamisvaiheessa oleva skaalautuva tuoteliiketoiminta, joka tukee arvostusta kasvun, kannattavuuden ja hyväksyttävän

arvostustason kautta.

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

- Yrityskauppojen integraatioon ja kansainvälistymiseen liittyvät riskit.
- Suotuisan markkinakysynnän kääntyminen, sillä yhtiön liiketoimintamallin jatkuvuus on vielä kohtalaisen heikko.
- Yhtiöllä ei vielä ole selkeitä vahvoja tai kestäviä kilpailuetuja ja liiketoimintamallin skaalautuvuus on rajallinen.
- Yhtiön uusien jatkuvien ja skaalautuvien tuotteiden kaupallistamisessa ja strategian toimivuudessa on vielä epävarmuutta.
- Vaihtuvuus johtoryhmässä
- Yhtiön pieni koko ja osakkeen heikko likviditeetti.
- Koronapandemia pitää edelleen epävarmuuden koholla

Vertailuryhmä

Käytämme Vincitin vertailuryhmänä Suomessa ja Pohjoismaissa listattuja IT-palveluyhtiöitä. Sijoitusprofiililtaan yhtiölle läheisiä verrokkeja Suomessa ovat Siili ja Gofore. Verrokkiryhmässä olemme käyttäneet Inderesin ennusteita seuraamissamme yhtiöissä, mikä huomioi liikearvopoistot ja parantaa vertailukelpoisuutta suomalaisten IT-palveluyhtiöiden välillä.

Yleisesti pidämme IT-palveluyhtiöitä edelleen houkuttelevana sektorina omistaa johtuen alan vahvoista kysyntäfundamenteista lyhyellä ja pitkällä aikavälillä. Yhtiöiden välisten erojen hajontaa on edelleen, yhtiöiden eri strategioista ja niiden implementointien eri vaiheista johtuen. Hajonta on kuitenkin kaventunut, kun aikaisemmin murrosvaiheessa olleet yhtiöt (Solteq, Innofactor ja Digia) ovat onnistuneet transformaatioissa.

Sektorilla suosimme yleisesti oikaistuja EV/EBIT-kertoimia hyvästä vertailukelpoisuudesta ja vahvoista taseista johtuen. Olemme yleisesti oikaisseet liikevoitossa liikearvo- ja PPA-poistot. EV/EBITDA kertoimen vertailukelpoisuutta verrokkien kesken vaikeuttaa juuri edellä mainitut liikearvo- ja PPA-poistot sekä muut IFRS- ja FAS-kirjanpitosääntöjen erot ja tästä johtuen kyseisen kertoimen informaatioarvo voi jäädä heikoksi.

Hyväksymme Vincitille verrokkeja korkeamman arvostuksen, perustuen yhtiön sektoria parempaan kasvuun ja näkymiin. Vincitiä hinnoitellaan tulospohjaisesti hienoisesti yli vertailuryhmän vuoden 2021 P/E- ja EV/EBIT-kertoimilla. EV/Liikevaihto - kertoimen osalta yhtiön hinnoittelu on noin 40 % vertailuryhmän tasoa ylempi, mikä heijastelee yhtiön verrokkeja parempaa kannattavuutta. Osinkotuoton vertaaminen verrokkiryhmän sisällä ei välttämättä anna oikeaa kuva arvonluonnista, sillä jotkut investoivat kasvuun, toiset profiloituvat selkeästi osinkoyhtiöiksi ja monet ovat näiden yhdistelmä.

Arvonmääritys 2/3

Arvostuskertoimiin pohjautuva arvostus

EPS-kasvu on yksi keskeisiä Vincitissä seuraamiemme mittareita, sillä se huomioi osittain vähemmistöomistuksen laimentavan vaikutuksen ja osittain osakevaihdolla tehtyjen yrityskauppojen laimennusvaikutuksen. EPS-kasvu heijastuu yhtiön osakkeeseen markkinan hinnoittelussa yhtiötä osin P/E-luvun kautta. Mitä kovempaan EPS-kasvuun yhtiö yltää, sitä korkeammat kertoimet sille voidaan hyväksyä. Lisäksi mitä korkeampaan orgaaniseen liikevaihdon kasvuun yhtiö yltää, sitä korkeampi P/E sille voidaan hyväksyä suhteessa vertailuryhmään. EV-pohjaiset kertoimet taas huomioivat paremmin yhtiön vahva taseen. EV/EBIT-kerrointa käytettäessä oikaisemme liikearvopoistot ja sovellamme arvostukseen pientä alennusta johtuen tulosta laimentavasta vähemmistöosuudesta.

Vincitin vuosien 2021-2022e liikearvopoistoilla oikaistut P/E-kertoimet ovat 19x ja 16x. Vastaavat EV/EBIT-kertoimet ovat 14x ja 12x. Arvostus on edelleen maltillinen, erityisesti kun huomioidaan yhtiön sektoria vahvempi kasvu.

Osien summa

Tarkastelemme Vincitin arvostusta myös osien summan näkökulmasta, koska yhtiö on kertonut harkitsevansa erilaisia rahoitus- ja omistusjärjestelyitä tuoteliiketoimintojen osalta. Osien summan käyttöä puoltaa myös oletus, että liiketoiminnat ovat irrotettavissa toisistaan.

Tuotteiden liikevaihtojakauma on alussa voimakkaammin projektipainotteista, mistä

johtuen hyväksymme liiketoiminnalle alussa pienemmän 2,5x EV/liikevaihto-kertoimen huolimatta tuoteliiketoiminnan noin 26 %:in kasvuennusteestamme vuodelle 2022.

Tuotteiden jatkuvan liikevaihdon lisääntyttä, kasvunäkymän jatkuessa vahvana ja kannattavuuden vahvistuessa voidaan tuotteille asteittain alkaa hyväksymään SaaS-yhtiöiden vastaavia kertoimia (> 5x EV/S). Listaamattomista alkuvaiheen SaaS-kasvuaihioista on maksettu huomattavasti edellä mainittua korkeampia kertoimia, mutta tämä edellyttäisi näyttöjä tuotteiden vahvasta ja kestävästä kasvusta. Näytöt osittain myydystä LaaS-tuoteliiketoiminnasta oli odotuksiamme heikommat. Jäljelle jäänyt EAM-tuoteliiketoiminta on sen sijaan kasvanut vahvasti ja tulosrasitus pienentynyt selvästi, minkä valossa 2,5x EV/S-kerroin on vielä varovainen.

Palveluliiketoiminnalle olemme hyväksyneet 14x EV/EBIT-kertoimen, mikä vastaa sektorin mediaania. Kerroin on maltillinen, kun huomioidaan sektoria vahvempi kasvu.

Osien summan kautta saamme yhtiölle yllä olevia parametreja ja ennusteita käyttäen nykyistä korkeamman 144-154 MEUR:n markkina-arvon, mikä vastaa noin 12 euron osakekohtaista hintaa.

Arvostustaso	2021e	2022e	2023e
Markkina-arvo	126	126	126
Yritysarvo (EV)	123	117	112
P/E (oik.)	19,2	16,1	15,0
P/E	22,4	20,2	18,5
EV/Liikevaihto	2,0	1,7	1,5
EV/EBIT (oik.)	14,0	11,5	10,2
Osinko/tulos (%)	43 %	43 %	43 %
Osinkotuotto-%	1,9 %	2,1 %	2,3 %

Lähde: Inderes

Osien summa	2021e	2022e
Liikevaihto	61,9	68,0
Palveluliiketoiminta	58,7	63,7
Tuoteliiketoiminta	3,4	4,3
Liikevoitto ilman kertaeriä	8,8	10,2
Palveluliiketoiminta	9,2	9,7
Tuoteliiketoiminta	-0,3	0,4

Arvostus, tuoteliiketoiminta	2021e	2022e
EV/S 2,5x	8,6	10,7

Arvostus, palveluliiketoiminta	2021e	2022e
EV/EBIT 14x	128	136

EV	137	147
Nettovelka	-7,1	-7,1

Arvostus, yhteensä	144	154
per osake	11,9	12,8

Arvonmääritys 3/3

DCF-analyysi

DCF-mallimme velaton arvo (EV) Vincitille on 137 MEUR, mikä vastaa 11,8 euron osakekohtaista arvoa. Malli olettaa yhtiön liikevaihdon orgaanisen kasvun laskevan 7 %:sta vuonna 2022 asteittain 4 %:iin vuonna 2029 ja oletettavan 2,5 %:n kasvua terminaalissa. Liikevoitto-%:n (oik.) ennustamme nousevan 15 %:n tasolle vuosina 2022-2024 ja laskevan tämän jälkeen kohti sektorin keskimääräistä tasoa ja olevan 11 % terminaalissa. Ikuisuusoletuksen painoarvo arvonmäärityksessä on 61 %. Käyttämämme diskonttauskorke (WACC) on 7,8 %.

Osakkeen tuotto-odotuksen komponentit

Tarkastelemme myös Vincitin osakkeen tuotto-odotusta tuloskasvun, osinkotuoton ja hyväksytyt arvostuskertoimen näkökulmasta.

Arviomme mukaan yhtiöllä on lähivuosina edellytykset reilu 10 %:n vuotuisen tuloskasvuun, IT-markkinaa nopeampaan kasvuun, organisaation tehokkuuden parantumiseen sekä vastavoimana toimiviin osaajakilpailuun ja kustannusinflaatioon. Varovaisella reilun 40 %:n tulosjakosuhteella, Vincitin osinkotuotto on reilu 2 %. Osinkotuotto on hienoisesti alle verrokkien. Yhtiön vahva tase ja rahavirta tarjoavat kuitenkin edellytykset korkeampaan voitonjakoon, mutta odotamme yhtiön jatkavan epäorgaanista kasvua. Emme kuitenkaan luonnollisesti ole huomioineet potentiaalisia yritysostoja ennusteissamme.

Vincitin lähivuosien arvostuskertoimissa on

näkemyksemme mukaan edelleen maltillista nousuvaraa. Lisäksi mikäli yhtiö onnistuu tuoteliiketoiminnan kaupallistamisessa voidaan paremman skaalautumisen myötä yhtiölle hyväksyä edelleen hieman sektoria korkeampi arvostus. Hyväksymme yhtiölle tällä hetkellä noin 10 %:n sektoria korkeamman arvostuksen.

Osakkeen tuotto-odotus muodostuu osinkotuotosta, tuloskasvusta ja arvostuskertoimista edelleen houkuttelevaksi.

Arvostuksen yhteenveto

Kurssinousu (12 %) on purkanut voimakkaimman aliarvostuksen. Kaikki käyttämämme arvostusmenetelmät indikoivat kuitenkin edelleen nykykurssia korkeampaa arvostusta. Näin toistamme positiivisen näkemyksen osakkeesta ja laskemme suosituksen lisää-tasolle (aik. osta).

Osaketuoton ajurit 2021-2023

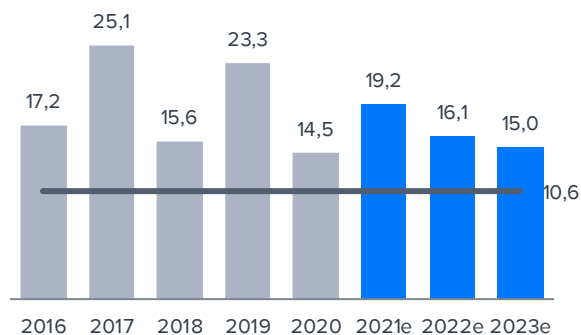


Arvostustaulukko

Arvostustaso	2016	2017	2018	2019	2020	2021e	2022e	2023e	2024e
Osakekurssi	5,96	6,95	5,82	5,00	7,18	10,4	10,4	10,4	10,4
Osakemäärä, milj. kpl	11,0	11,2	11,5	12,1	12,1	12,1	12,1	12,1	12,1
Markkina-arvo	66	78	67	60	87	126	126	126	126
Yritysarvo (EV)	70	81	63	59	79	123	117	112	106
P/E (oik.)	17,2	25,1	15,6	23,3	14,5	19,2	16,1	15,0	14,0
P/E	30,1	29,4	10,5	60,0	19,8	22,4	20,2	18,5	17,0
P/Kassavirta	71,9	74,2	20,3	neg.	10,5	>100	16,2	14,9	13,9
P/B	5,8	5,5	3,2	2,8	3,5	4,5	4,0	3,5	3,1
P/S	2,0	1,9	1,5	1,3	1,7	2,0	1,9	1,7	1,6
EV/Liikevaihto	2,2	2,0	1,4	1,2	1,5	2,0	1,7	1,5	1,4
EV/EBITDA (oik.)	10,5	13,2	10,6	13,7	9,7	12,0	10,7	9,5	8,4
EV/EBIT (oik.)	13,8	16,8	12,3	17,2	10,5	14,0	11,5	10,2	9,0
Osinko/tulos (%)	60,5 %	55,0 %	54,2 %	84,0 %	49,7 %	43,1 %	42,8 %	42,7 %	45,7 %
Osinkotuotto-%	2,0 %	1,9 %	5,2 %	1,4 %	2,5 %	1,9 %	2,1 %	2,3 %	2,7 %

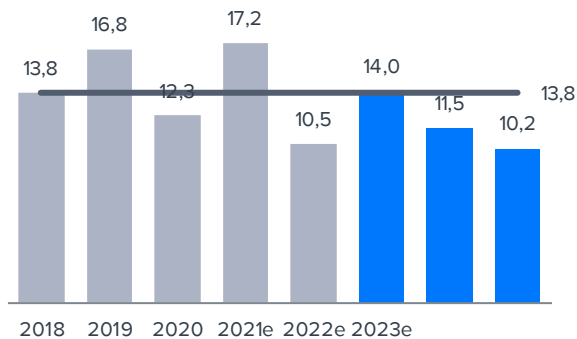
Lähde: Inderes

P/E (oik.)



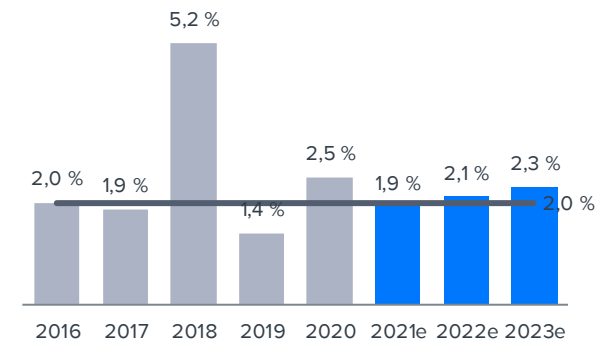
■ P/E (oik.) — Mediaani 2016 - 2020

EV/EBIT (oik.)



■ EV/EBIT (oik.) — Mediaani 2016 - 2020

Osinkotuotto-%



■ Osinkotuotto-% — Mediaani 2016 - 2020

Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Osakekurssi	Markkina-arvo MEUR	Yritysarvo MEUR	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%	
				2021e	2022e	2021e	2022e	2021e	2022e	2021e	2022e	2021e	2022e
Bilot*	7,18	36	25	11,6	9,5	10,7	8,9	1,0	0,9	18,9	16,9	1,1	1,4
Digia*	8,21	220	237	14,1	12,8	11,1	10,2	1,6	1,4	16,3	15,3	2,1	2,4
Gofore*	19,10	268	264	18,6	16,1	15,7	13,7	2,6	2,3	23,0	20,8	1,8	6,3
Innofactor*	1,86	70	71	11,7	9,4	6,3	7,5	1,0	0,9	17,9	13,0	3,2	3,8
Nixu*	7,88	58	63	233,6	22,8	30,4	14,2	1,2	1,0		31,9		
Siili*	17,30	121	133	14,3	11,8	11,2	9,7	1,4	1,2	16,0	14,4	2,0	2,3
Solteq*	6,02	117	136	14,8	11,7	9,4	7,8	2,0	1,7	19,6	15,3	1,7	2,5
TietoEVERY*	26,74	3167	3826	10,0	9,1	7,3	7,4	1,4	1,3	11,0	10,3	5,0	5,2
Bouvet	59,90	597	563	18,1	16,5	14,8	13,5	2,2	2,0	24,8	22,6	3,8	4,0
ENEA	209,50	444	479	21,4	16,0	14,2	11,4	5,2	4,4	24,2	18,8		
KnowIT	298,50	634	622	16,5	14,0	12,8	11,0	1,5	1,3	22,5	20,8	2,4	2,4
Vincit (Inderes)	10,40	126	123	14,0	11,5	12,0	10,7	2,0	1,7	19,2	16,1	1,9	2,1
Keskiarvo				33,0	13,3	12,9	10,4	1,9	1,7	19,0	17,8	2,5	3,3
Mediaani kaikki				14,6	12,3	11,2	9,9	1,5	1,4	18,9	16,1	2,1	2,5
Erutus-% vrt. mediaani				-4 %	-6 %	8 %	8 %	29 %	26 %	2 %	0 %	-10 %	-14 %
Mediaani suomalaiset				14,2	11,8	10,9	9,3	1,4	1,3	17,9	15,3	2,0	2,5
Erutus-% vrt. Mediaani suomalaiset				-2 %	-2 %	10 %	15 %	44 %	38 %	7 %	5 %	-2 %	-15 %

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

Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2018	2019	H1'20	H2'20	2020	H1'21e	H2'21e	2021e	2022e	2023e	2024e
Liikevaihto	43,5	48,2	26,9	25,5	52,4	30,9	31,1	61,9	68,0	72,6	77,8
Palveluliiketoiminta	43,5	45,6	25,7	24,5	50,2	29,4	29,3	58,7	63,7	67,5	71,6
Tuoteliiketoiminta	0,0	2,8	1,2	1,4	2,6	1,6	1,8	3,4	4,3	5,1	6,3
Eliminoinnit	0,0	-0,1	-0,1	-0,3	-0,4	-0,1	-0,1	-0,2	0,0	0,0	0,0
Käyttökate	5,9	4,3	3,6	4,6	8,2	4,8	5,3	10,2	11,0	11,8	12,6
Poistot ja arvonalennukset	-1,8	-2,5	-1,1	-1,1	-2,2	-1,1	-1,2	-2,3	-2,4	-2,4	-2,4
Liikevoitto ilman kertaerää	5,1	3,5	3,3	4,3	7,6	3,7	5,0	8,8	10,2	11,0	11,8
Liikevoitto	4,1	1,9	2,5	3,4	6,0	3,7	4,2	7,8	8,6	9,4	10,2
Palveluliiketoiminta	4,1	4,4	3,8	4,5	8,3	4,1	5,0	9,2	9,7	10,2	10,7
Tuoteliiketoiminta	0,0	-1,0	-0,5	-0,2	-0,7	-0,4	0,0	-0,3	0,4	0,8	1,1
Liikearvon poistot	0,0	-1,6	-0,8	-0,8	-1,6	-0,9	-0,9	-1,8	-1,6	-1,6	-1,6
Nettorahoituskulut	3,6	-0,2	-0,1	-0,1	-0,2	-0,1	-0,1	-0,2	0,0	0,0	0,0
Tulos ennen veroja	7,8	1,7	2,5	3,3	5,8	3,6	4,1	7,6	8,6	9,3	10,2
Verot	-1,0	-0,3	-0,6	-0,4	-1,0	-0,8	-0,9	-1,6	-1,9	-2,1	-2,2
Vähemmistöosuudet	-0,4	-0,4	-0,2	-0,2	-0,5	-0,2	-0,2	-0,4	-0,4	-0,5	-0,5
Nettotulos	6,3	1,0	1,7	2,7	4,4	2,6	3,0	5,6	6,2	6,8	7,4
EPS (oikaistu)	0,37	0,21	0,21	0,29	0,50	0,22	0,32	0,54	0,65	0,69	0,74
EPS (raportoitu)	0,55	0,08	0,14	0,22	0,36	0,22	0,25	0,46	0,51	0,56	0,61

Tunnusluvut	2018	2019	H1'20	H2'20	2020	H1'21e	H2'21e	2021e	2022e	2023e	2024e
Liikevaihdon kasvu-%	5,6 %	10,9 %	9,2 %	8,2 %	8,7 %	15,0 %	21,6 %	18,2 %	9,7 %	6,9 %	7,1 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%		-32,1 %	90,3 %	149,9 %	119,7 %	12,0 %	18,7 %	15,7 %	15,9 %	7,8 %	7,6 %
Käyttökate-%	13,6 %	9,0 %	13,5 %	17,8 %	15,6 %	15,6 %	17,2 %	16,4 %	16,1 %	16,2 %	16,2 %
Oikaistu liikevoitto-%	11,7 %	7,2 %	12,4 %	16,7 %	14,5 %	12,1 %	16,3 %	14,2 %	15,0 %	15,1 %	15,2 %
Nettotulos-%	14,6 %	2,1 %	6,2 %	10,6 %	8,3 %	8,5 %	9,7 %	9,1 %	9,2 %	9,4 %	9,5 %

Lähde: Inderes

Tase

Vastaavaa	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Pysyvät vastaavat	14,8	12,7	17,2	15,7	14,2
Liikearvo	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Aineettomat hyödykkeet	14,1	12,1	14,9	13,3	11,7
Käyttöomaisuus	0,5	0,4	2,3	2,4	2,5
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut sijoitukset	0,3	0,3	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Laskennalliset verosaamiset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Vaihtuvat vastaavat	16,4	22,2	22,5	28,9	35,4
Vaihto-omaisuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut lyhytaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Myyntisaamiset	12,2	12,0	14,9	16,3	17,4
Likvidit varat	4,2	10,2	7,6	12,6	18,0
Taseen loppusumma	31,2	35,0	39,7	44,6	49,6

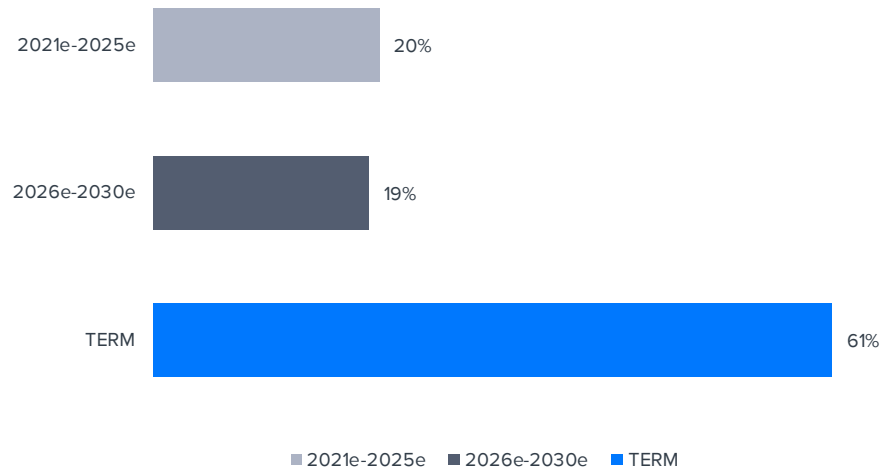
Lähde: Inderes

Vastattavaa	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Oma pääoma	22,0	25,4	28,6	32,5	36,7
Osakepääoma	0,3	0,3	0,0	0,0	0,0
Kertyneet voittovarot	8,2	11,1	14,5	18,3	22,5
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muu oma pääoma	12,8	13,3	13,3	13,3	13,3
Vähemmistöosuus	0,7	0,7	0,8	0,9	0,9
Pitkäaikaiset velat	0,0	0,5	0,0	0,0	0,0
Laskennalliset verovelat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lainat rahoituslaitoksilta	0,0	0,5	0,0	0,0	0,0
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lyhytaikaiset velat	9,1	9,1	11,0	12,1	12,8
Lainat rahoituslaitoksilta	1,1	0,0	0,5	0,5	0,5
Lyhytaikaiset korottomat velat	8,0	9,1	10,5	11,6	12,3
Muut lyhytaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Taseen loppusumma	31,2	35,0	39,7	44,6	49,6

DCF-laskelma

DCF-laskelma	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	TERM
Liikevoitto	6,0	7,8	8,6	9,4	10,2	10,0	10,6	11,1	10,7	11,1	11,4	
+ Kokonaispoistot	2,2	2,3	2,4	2,4	2,4	2,4	2,4	2,4	2,4	1,4	1,3	
- Maksetut verot	-1,0	-1,6	-1,9	-2,1	-2,2	-2,2	-2,3	-2,4	-2,3	-2,4	-2,5	
- verot rahoituskuluista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
+ verot rahoitustuotoista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Käyttöpääoman muutos	1,2	-1,4	-0,4	-0,3	-0,4	-0,4	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,2	
Operatiivinen kassavirta	8,4	7,1	8,7	9,4	10,0	9,8	10,3	10,8	10,4	9,8	10,0	
+ 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	
- Bruttoninvestoinnit	-0,1	-6,8	-0,9	-0,9	-0,9	-1,0	-1,0	-1,0	-1,0	-1,1	-1,3	
Vapaa operatiivinen kassavirta	8,3	0,4	7,8	8,5	9,0	8,8	9,3	9,7	9,4	8,7	8,8	
+/- 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	8,3	0,4	7,8	8,5	9,0	8,8	9,3	9,7	9,4	8,7	8,8	169
Diskontattu vapaa kassavirta		0,3	6,9	7,0	7,0	6,3	6,2	6,0	5,3	4,6	4,3	83,0
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		137	137	130	123	116	109	103	97,3	91,9	87,3	83,0
Velaton arvo DCF		137										
- Korolliset velat		-0,5										
+ Rahavarat		10,2										
-Vähemmistöosuus		-3,7										
-Osinko/pääomapalautus		0,0										
Oman pääoman arvo DCF		143										
Oman pääoman arvo DCF per osake		11,8										

Rahavirran jakauma jaksoittain



Pääoman kustannus (wacc)

Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisasaste D/(D+E)	10,0 %
Vieraan pääoman kustannus	5,0 %
Yrityksen Beta	1,10
Markkinoiden riski-preemio	4,75 %
Likviditeettipreemio	1,00 %
Riskitön korko	2,0 %
Oman pääoman kustannus	8,2 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	7,8 %

Lähde: Inderes

Yhteenveto

Tuloslaskelma	2018	2019	2020	2021e	2022e	Osakekohtaiset luvut	2018	2019	2020	2021e	2022e
Liikevaihto	43,5	48,2	52,4	61,9	68,0	EPS (raportoitu)	0,55	0,08	0,36	0,46	0,51
Käyttökate	5,9	4,3	8,2	10,2	11,0	EPS (oikaistu)	0,37	0,21	0,50	0,54	0,65
Liikevoitto	4,1	1,9	6,0	7,8	8,6	Operat. kassavirta / osake	0,45	0,28	0,70	0,59	0,72
Voitto ennen veroja	7,8	1,7	5,8	7,6	8,6	Vapaa kassavirta / osake	0,29	-0,14	0,69	0,03	0,64
Nettovoitto	6,3	1,0	4,4	5,6	6,2	Omapääoma / osake	1,84	1,77	2,04	2,30	2,61
Kertaluontoiset erät	-1,0	-1,6	-1,6	-0,9	-1,6	Osinko / osake	0,30	0,07	0,18	0,20	0,22
Tase	2018	2019	2020	2021e	2022e	Kasvu ja kannattavuus	2018	2019	2020	2021e	2022e
Taseen loppusumma	31,0	31,2	35,0	39,7	44,6	Liikevaihdon kasvu-%	6 %	11 %	9 %	18 %	10 %
Oma pääoma	21,6	22,0	25,4	28,6	32,5	Käyttökateen kasvu-%	-4 %	-27 %	89 %	25 %	8 %
Liikearvo	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	Liikevoiton oik. kasvu-%	5 %	-32 %	120 %	16 %	16 %
Nettovelat	-5,9	-3,1	-9,7	-7,1	-12,1	EPS oik. kasvu-%	35 %	-43 %	132 %	9 %	19 %
Kassavirta	2018	2019	2020	2021e	2022e	Käyttökate-%	13,6 %	9,0 %	15,6 %	16,4 %	16,1 %
Käyttökate	5,9	4,3	8,2	10,2	11,0	Oik. Liikevoitto-%	11,7 %	7,2 %	14,5 %	14,2 %	15,0 %
Nettokäyttöpääoman muutos	-0,4	-0,5	1,2	-1,4	-0,4	Liikevoitto-%	9,5 %	3,9 %	11,4 %	12,7 %	12,6 %
Operatiivinen kassavirta	5,2	3,4	8,4	7,1	8,7	ROE-%	36,0 %	4,7 %	19,0 %	21,4 %	20,9 %
Investoinnit	1,6	-5,1	-0,1	-6,8	-0,9	ROI-%	19,8 %	8,0 %	24,3 %	28,5 %	27,6 %
Vapaa kassavirta	3,3	-1,7	8,3	0,4	7,8	Omavaraisuusaste	69,9 %	70,6 %	72,6 %	72,2 %	73,0 %
						Nettovelkaantumisaste	-27,4 %	-14,2 %	-38,3 %	-24,9 %	-37,2 %
Arvostuskertoimet	2018	2019	2020	2021e	2022e						
EV/Liikevaihto	1,4	1,2	1,5	2,0	1,7						
EV/EBITDA (oik.)	10,6	13,7	9,7	12,0	10,7						
EV/EBIT (oik.)	12,3	17,2	10,5	14,0	11,5						
P/E (oik.)	15,6	23,3	14,5	19,2	16,1						
P/B	3,2	2,8	3,5	4,5	4,0						
Osinkotuotto-%	5,2 %	1,4 %	2,5 %	1,9 %	2,1 %						

Lähde: Inderes

Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

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

Tuotetut raportit on tarkoitettu informatiiviseen käyttöön, joten raportteja ei tule käsittää tarjoukseksi tai kehotukseksi ostaa, myydä tai merkitä sijoitustuotteita. Asiakkaan tulee myös ymmärtää, että historiallinen kehitys ei ole tae tulevasta. Tehdessään päätöksiä sijoitustoimenpiteistä, asiakkaan tulee perustaa päätöksensä omaan tutkimukseensa, sekä arvioonsa sijoituskohteen arvoon vaikuttavista seikoista ja ottaa huomioon omat tavoitteensa, taloudellinen tilanteensa sekä tarvittaessa käytettävää 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 12 kuukauden kokonaistuotto-odotukseen (sis. kurssinousu ja osingot) ja huomioi Inderesin näkemyksen tuotto-odotukseen liittyvästä riskistä. Suosituspolitiikka on neliportainen suosituksiin myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään 2-4 kertaa vuodessa yhtiöiden osavuosikatsausten yhteydessä, mutta suosituksia ja tavoitehintoja voidaan muuttaa myös muina aikoina markkinatilanteen mukaisesti. Annetut suositukset tai tavoitehinnat eivät takaa, että osakkeen kurssi kehittyisi tehdyn arvon mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonmääritysmenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF), arvostuskertoimet, vertailuryhmäänalyysi ja osien summa -analyysi. Käytettävät arvonmääritysmenetelmät ja tavoitehinnan perusteet ovat aina yhtiökohtaisia ja voivat vaihdella merkittävästi riippuen yhtiöstä ja (tai) toimialasta.

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

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

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

Inderesin tutkimusta laatineilla analyytikoilla tai Inderesin työntekijöillä ei voi olla 1) merkittävän taloudellisen edun ylittäviä omistuksia tai 2) yli 1 %:n omistusosuuksia missään tutkimuksen kohteena olevissa yhtiöissä. Inderes 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 sijoittajaviestinnän palveluita, joiden tavoitteena on parantaa yhtiön ja pääomamarkkinoiden välistä kommunikaatiota. Näitä palveluita ovat sijoittajatalaisuuksien ja -tapahtumien järjestäminen, sijoittajaviestinnän liittyvä neuvonanto, sijoitustutkimusraporttien laatiminen.

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

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

Suositushistoria (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
30.8.2017	Myy	6,10 €	7,43 €
28.11.2017	Lisää	7,20 €	6,66 €
21.12.2017	Lisää	7,50 €	6,99 €
23.1.2018	Lisää	7,50 €	7,00 €
16.2.2018	Lisää	8,00 €	7,32 €
22.8.2018	Lisää	8,30 €	7,30 €
17.10.2018	Lisää	7,20 €	6,60 €
15.2.2019	Lisää	6,70 €	6,00 €
23.4.2019	Lisää	6,70 €	6,42 €
20.6.2019	Lisää	5,70 €	5,00 €
23.8.2019	Osta	5,00 €	3,90 €
21.10.2019	Lisää	5,60 €	5,10 €
6.2.2020	Lisää	5,20 €	4,73 €
23.3.2020	Lisää	3,50 €	3,05 €
24.4.2020	Osta	4,50 €	3,75 €
28.5.2020	Vähennä	4,50 €	4,76 €
28.8.2020	Osta	6,20 €	5,24 €
30.10.2020	Osta	7,50 €	6,28 €
5.2.2021	Osta	10,00 €	8,64 €
22.3.2021	Osta	10,50 €	9,12 €
30.4.2021	Vähennä	11,50 €	11,20 €
26.5.2021	Osta	11,50 €	9,28 €
16.7.2021	Lisää	11,50 €	10,40 €

Inderesin tehtävä on yhdistää pörssiyritykset ja sijoittajat. Tuotamme laadukasta analyysiä ja sisältöjä laajan sijoittajayhteisöömme tarpeisiin.

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

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

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

Inderes Oy

Itämerentori 2
00180 Helsinki
+358 10 219 4690

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



STARMINE
ANALYST AWARDS
FROM REFINITIV



THOMSON REUTERS
ANALYST AWARDS



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



Mikael Rautanen
2014, 2016, 2017, 2019



Sauli Vilén
2012, 2016, 2018, 2019, 2020



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



Petri Kajaani
2017, 2019, 2020



Joni Grönqvist
2019, 2020



Erkki Vesola
2018, 2020



Petri Gostowski
2020



Atte Riikola
2020



Olli Koponen
2020

**Analyysi kuuluu
kaikille.**