

# Siili Solutions

## Laaja raportti

17.11.2022 6:30



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



**Frans-Mikael Rostedt**  
+358 44 327 0395  
frans-mikael.rostedt@inderes.fi

✓ Inderes Yhtiöasiakas

inde  
res.

# Kansainväliset toiminnot ajavat tulospuskua

Siili on viimeisen kahden vuoden aikana kasvanut hyvin ja samalla parantanut jatkuvasti kannattavuuttaan. Lisäksi yhtiö on toteuttanut kaksi strategian kanssa linjassa olevaa yritysostoa, kiihdyttäen kansainvälistymistä ja vahvistaen julkisen sektorin liiketoimintaansa. Yhtiö on nyt selvästi aikaisempaa vankemmalla pohjalla ja valmis tavoittelemaan keväällä nostettua lähivuosien tavoiterimaa kasvun ja kannattavuuden osalta. Lyhyellä aikavälillä talouden epävarmuus nostaa kuitenkin epävarmuutta ja odotamme hieman tavoitteita maltillisempaa kasvua ja kannattavuutta. Tuotto-odotus (~15 %) ja hyvin houkutteleva arvostus (22-23e EV/EBIT 9x ja 7x) puoltavat vahvaa positiivista näkemystä osakkeesta ja tarjoavat samalla turvamarginaalia riskeihin. Toistamme osakkeen 17,5 euroon tavoitehinnan ja nostamme suosituksen osta-tasolle.

## Yhtiöllä on todistettu perusta kannattavalle kasvulle

Siili kasvoi 2010-luvulla nopeasti Suomen IT-palvelumarkkinan keskisuurten toimijoiden joukkoon asemoimalla tarjoomansa IT-markkinan kasvaville alueille, menestymällä osaajakilpailussa ja tekemällä onnistuneita yrityskauppoja. Vuosikymmenen lopulla yhtiö rakensi perustan seuraavalle kansainväliselle kasvuvaiheelle ja käänsi kannattavuuden hyvälle tasolle. Siilin ydin perustuu digitaaliseen kokemukseen, minkä lisäksi yhtiöllä on fokuoituneita suhteellisen itsenäisiä toimintoja kansainvälisesti. Yhtiö on viimeisen kahden vuoden aikana toteuttanut kaksi strategian kasvualueita kuvastavaa yritysostoa, vahvistaen julkista sektoria ja kansainvälistymistä.

## Kansainvälistyminen ja yritysostot vetävät kasvua

Isossa kuvassa Siilin arvonluonti on historiassa perustunut laajalti yrityskauppoihin. Strategiassaan Siili tavoittelee kasvua 1) Suomessa nykyisissä asiakkaisissa ja vahvemmin julkisella sektorilla, 2) kansainvälisissä asiakkaisissa Siili Auton ja Superchargen kautta ja 3) yritysostojen kautta. Kansainväliset toiminnot vastaavat noin 25 % liikevaihdosta ja kasvavat hyvin. Suomessa Siilin toiminnot ovat painottuneet vahvasti pk-seudulle ja nyt yhtiö rekrytoi tämän ulkopuolelta, mikä parantaa kulurakennetta. Lisäksi alkukesän suunnatun osakeannin myötä yhtiöllä on entistä paremmin liikkumavaraa uusiin yritysostoihin, myös viimeisimmän yritysoston jälkeen.

## Ennustamme hieman tavoitteita varovaisempaa kehitystä lähivuosina

Siili päivitti viime keväänä taloudelliset tavoitteensa ja odottaa 20 %:n vuosittaista liikevaihdon kasvua vuosina 2023-2026. Kasvusta orgaanisen osuus on noin puolet. Lähivuosina odotamme orgaanisen kasvun jäävän hieman tavoitteista ja kokonaisuutena 20 %:n kasvutavoite vaatii uusia yritysostoja. Kannattavuuden osalta Siilin EBITA-% tavoite on 12 % liikevaihdosta, mikä on sektorin keskimääräistä tasoa korkeampi. Odotamme kannattavuuden olevan reilussa 10 %:ssa lähivuosina ja siten hieman alle yhtiön tavoitetason. Arviomme mukaan kansainväliset toiminnot tukevat kannattavuutta ja Suomen toiminnot rajoittavat vielä strategian tavoitteen saavuttamista.

## Arvostuskuva on hyvin houkutteleva

Siili on sijoitusprofiililtaan vankistunut viime vuosien hyvän käänteen myötä tulospuskujaksi. Arvostuskertoimien vertailtavuutta vaikeuttavat Siilin yrityskauppojen vähemmistö-rakenteet, mutta EV-tunnuslukujen laskenta huomioi vähemmistöt. Ennusteillamme Siilin vuosien 2022 ja 2023 oikaistut EV/EBIT-kertoimet ovat 9x ja 7x, mikä on hyvin houkuttelevana taso. Tuotto-odotus, joka muodostuu 10 %:n tulospuskusta, 2 %:n osinkotuotosta ja kertoimien nousuvarasta ylittää oman pääoman tuottovaateen. Keskeisimmät riskit liittyvät talouden epävarmuuteen ja sen vaikutuksiin sekä kansainvälisten toimintojen kasvun hyytymiseen.

## Suositus

### Osta

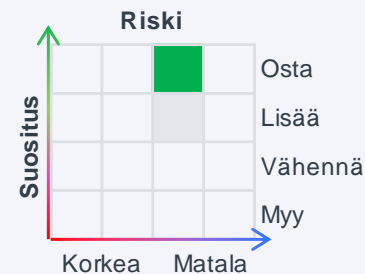
(aik. Lisää)

17,50 EUR

(aik. 17,50 EUR)

### Osakekurssi:

13,90



## Avainluvut

	2021	2022e	2023e	2024e
<b>Liikevaihto</b>	99	118	133	143
<b>kasvu-%</b>	19 %	19 %	13 %	7 %
<b>EBIT oik.</b>	9,3	12,3	13,7	14,9
<b>EBIT-% oik.</b>	9,3 %	10,5 %	10,3 %	10,5 %
<b>Nettotulos</b>	5,1	6,4	8,5	9,6
<b>EPS (oik.)</b>	0,98	1,05	1,25	1,39
<b>P/E (oik.)</b>	15,0	13,3	11,1	10,0
<b>P/B</b>	4,1	2,6	2,3	2,0
<b>Osinkotuotto-%</b>	1,2 %	1,8 %	2,2 %	2,5 %
<b>EV/EBIT (oik.)</b>	12,4	8,8	7,3	6,1
<b>EV/EBITDA</b>	9,6	7,0	6,1	5,0
<b>EV/Liikevaihto</b>	1,2	0,9	0,8	0,6

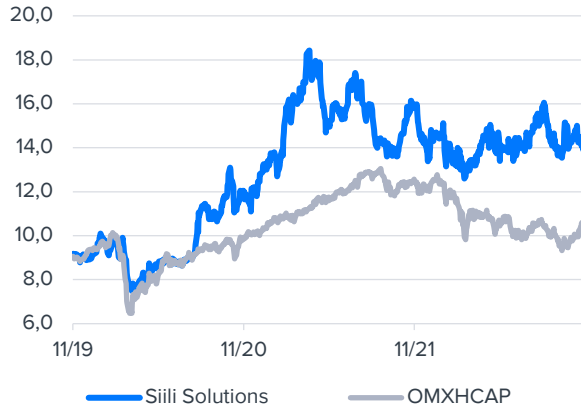
Lähde: Inderes

## Ohjeistus

(Ennallaan)

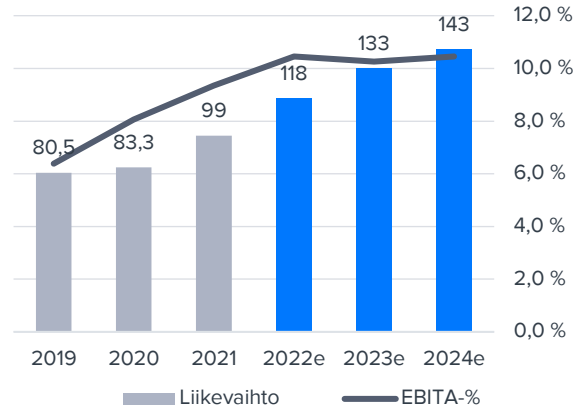
Siili arvioi vuoden 2022 liikevaihdon olevan 102–117 MEUR ja oikaistun liikevoiton (EBITA) 10–13 MEUR.

## Osakekurssi



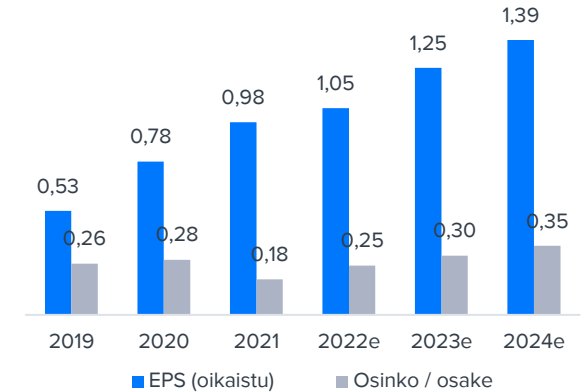
Lähde: Millstream Market Data AB

## Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

## Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes



### Arvoajurit

- Arvonluonti vahvan organisen kasvun kautta, jota ajaa erityisesti kansainvälistyminen, mutta myös houkutteleva julkinen sektori
- Sektorin kysyntänäkymät erittäin hyvät
- Strategian ja toimintamallin onnistuminen
- Yritysosot



### Riskitekijät

- Kiristynvä osaajakilpailu, vaihtuvuus ja palkkainflaatio
- Johtoryhmän vaihtuvuus ja sen vaikutus erityisesti Suomen toimintaan
- Kansainvälistymisen onnistuminen
- Kasvun hallinta
- Yrityskauppojen onnistuminen
- Organisaation kyky uudistua
- Taloustilanne luo epävarmuutta myös IT-palvelumarkkinaan

Arvostustaso	2022e	2023e	2024e
Osakekurssi	13,9	13,9	13,9
Osakemäärä, milj. kpl	7,66	8,12	8,12
Markkina-arvo	113	113	113
Yritysarvo (EV)	108	100	91
P/E (oik.)	13,3	11,1	10,0
P/E	16,6	13,3	11,8
P/Kassavirta	16,5	10,0	9,0
P/B	2,6	2,3	2,0
P/S	1,0	0,8	0,8
EV/Liikevaihto	0,9	0,8	0,6
EV/EBITDA (oik.)	7,0	6,1	5,0
EV/EBIT (oik.)	8,8	7,3	6,1
Osinko/tulos (%)	31,6 %	28,8 %	29,6 %
Osinkotuotto-%	1,8 %	2,2 %	2,5 %

Lähde: Inderes

# Siili lyhyesti

Siili on digitalisaatioratkaisujen asiantuntijayritys. Yhtiössä yhdistyy digitaalinen muotoilutoimisto ja teknologinen moniosaaja. Yhtiö tarjoaa osaamista digitaalisten strategioiden muotoilemiseen, dataan pohjautuvien kirkkaiden näkemysten luomiseen sekä vaikuttavien innovaatioiden ja palveluiden toteuttamiseen.

## 2005

Perustamisvuosi

## 2012

Listautuminen First Northiin (päällista 2016)

## 99 MEUR (+19 % vs. 2020)

Liikevaihto 2021

## 9,3 MEUR (9,3 % lv:sta)

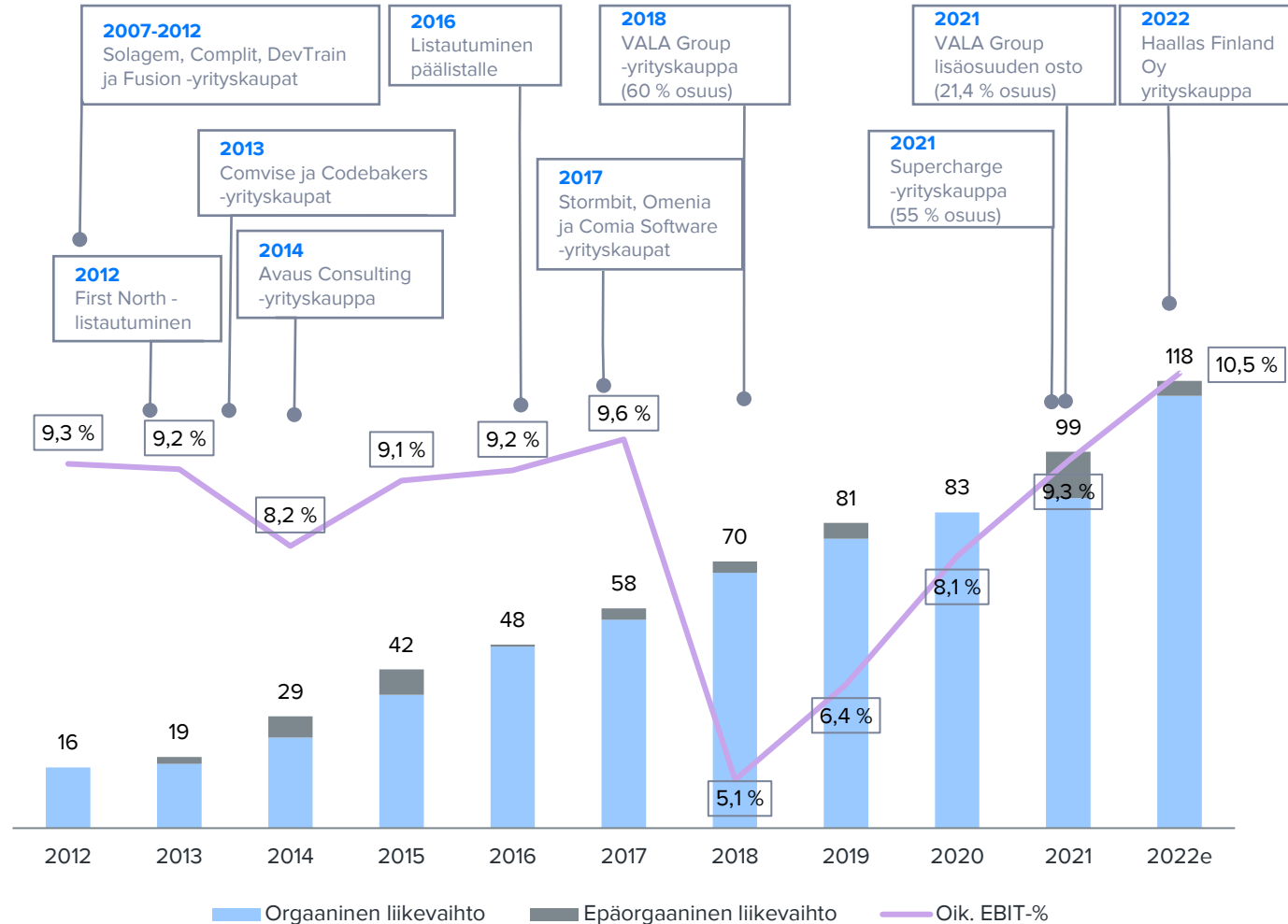
Oik. EBIT 2021

## 24 %

Kansainvälisen liikevaihdon osuus H1 2022

## 994

Henkilöstö Q3 2022 lopussa



# Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	<b>6-13</b>
IT-palvelumarkkinat	<b>14-23</b>
Kilpailu	<b>24-28</b>
Strategia	<b>29-33</b>
Historiallinen kehitys	<b>34-35</b>
Ennusteet	<b>36-38</b>
Sijoitusprofiili	<b>39-40</b>
Arvonmääritys	<b>41-44</b>
Taulukot	<b>45-48</b>
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	<b>49</b>

# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 1/5

## Digitalisaation asiantuntijayritys

Siili on vuonna 2005 perustettu teknologiariippumaton ohjelmistojärjestelmien suunnitteluun ja tekniseen toteutukseen erikoistunut konsulttiyritys.

Siilin juuret ovat ohjelmistokehittäjien resurssivuokrauksessa, mistä Siili on viimeisen kymmenen vuoden aikana kasvanut kokonaisvaltaiseksi IT-palvelutaloksi ja ratkaisutoimittajaksi yrityskaupoin ja osaamisalueitaan laajentamalla. Yhtiön nykyiset ratkaisualueet kattavat osaajaresurssien vuokrauksen, asiakasräätelöityjen uusien digipalveluiden suunnittelun ja kehityksen, kokonaisvaltaisten IT-ratkaisujen toimituksen, ohjelmistoautomaation, ohjelmiston laadunvarmistuksen ja testauksen, pilvi- ja jatkuvat palvelut ja autoteollisuuden digitalisaatoratkaisut.

Siili on yli 900 osaajan henkilöstöllä ja yli 100 MEUR liikevaihdolla yksi useista Suomen IT-markkinan keskiuurista hyvin menestyneistä ”uuden ajan” toimijoista, jotka ovat onnistuneet viime vuosikymmenellä kasvamaan merkittävään kokoluokkaan panostamalla IT-markkinan kasvavalle uusien digipalveluiden alueelle. Siilillä on hyvät näytöt sen visiosta ja kyvystä reagoida IT-markkinan trendeihin ja yhtiö on laajentunut yritysostoin onnistuneesti markkinan kasvualueille sekä kansainvälisille markkinoille.

## Arvonluontia organisaation ja epäorganisaation kasvulla historiassa

Siilin historiaa kuvaa vahva yritysostovetoinen tarjooman laajentaminen ja kasvu 2010-luvulla. Pitkään jatkuneen vahvan kasvuvaiheen jälkeen yhtiö joutui kuitenkin vuonna 2018 luomaan

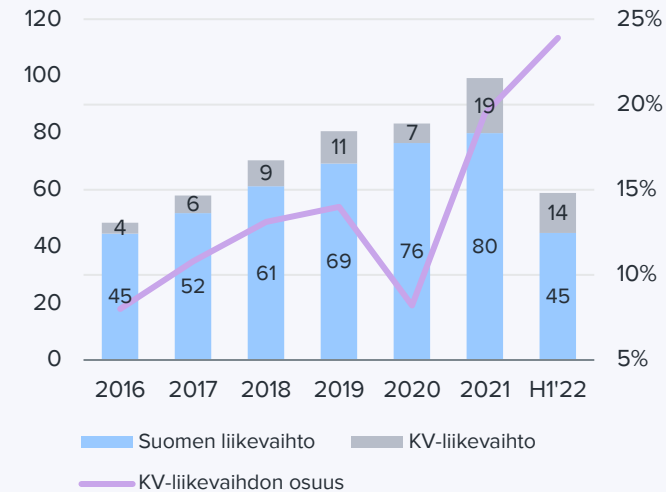
nahkansa uudestaan, kun resursointiliiketoiminnan tarpeisiin rakennettu matriisiorganisaatiomalli ei tukenut enää ratkaisuliiketoiminnan tarpeita. Vuosina 2018-2019 Siilissä toteutettiin mittava organisaatiomalli- ja strategiauudistus, jolla yhtiössä rakennettiin perustaa seuraavaan vaiheeseen. Vuoden 2022 alussa yhtiön toimitusjohtaja vaihtui ja samalla yhtiön johtoryhmää tiivistettiin. Keväällä yhtiö kertoi siirtymästä voimakkaampaan kasvuvaiheeseen ja nyt yhtiö tavoittelee 20 %:n kasvua, josta noin puolet on orgaanista sekä 12 %:n EBITA-marginaalia.

Siili on kasvanut 11 % orgaanisesti ja 15 % yrityskaupat mukaan lukien vuosina 2015-2021. Samaan aikaan yhtiön käyttökate-% on ollut 6-12 %:ssa. Koko historiansa aikana yhtiö on toteuttanut jo 12 yritysostoa. Siilin historiallinen arvonluonti on näkemyksemme mukaan perustunut yrityskauppoihin ja kasvuun, sekä viime vuosina kannattavuuden parantamiseen, vaikka Siili ei olekaan vielä päässyt sektorin kannattavimpien yhtiöiden tasolle.

## Päämarkkina Suomessa ja kansainvälinen markkina kasvun veturina

Siilin palvelemat pääasiakassektorit ovat julkishallinto, finanssi, teollisuus ja palvelut sekä autoteollisuus (ulkomailla). Siili on erityisen vahva finanssisektorilla. Yhtiön ensisijaisia asiakasorganisaatioita ovat Suomen 500 suurinta yritystä sekä julkinen sektori. Yhtiö pyrkii kasvamaan palvelemalla asiakkaitaan laaja-alaisesti digitaalisten palvelujen kehittämisessä sekä laajentamalla osaamistaan ja asiakaskuntaansa valittujen yritysostojen kautta. Siilin vahvuuksiin kuuluu ketterä verkostomainen toimintamalli.

## Liikevaihdon jakauma ja kannattavuus



## Toimintamaat, Q3/2022, maat joissa toimistoja



# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 2/5

Siilin toimistot voi jakaa myynti- ja toimitustoimistoihin. Toimituskapasiteetti on pääasiassa Suomessa, Puolassa ja Unkarissa. Loput toimistoista ovat pääasiassa myyntitoimistoja. Siilillä on Suomessa yksiköitä (yhteensä 10) Helsingissä, Oulussa, Tampereella, Turussa, Jyväskylässä, Joensuussa ja Seinäjoella. Lisäksi yhtiöllä on yksiköt Puolassa Wrocławissa ja Szczecinissä. Itsenäinen Siili Auto toimii Wrocławissa ja Szczecinissä, Berliinissä, Stuttgartissa sekä Detroitissa. Superchargen toimitus tulee täysin Unkarista ja sillä on myyntitoimistot Lontoossa, Amsterdamissa, Wienissä, New Yorkissa ja Helsingissä (Helsinki ja New York avattu vuonna 2022).

Siilin kansainvälisten toimintojen liikevaihto oli 24 % H1'22 liikevaihdosta. Kansainvälistyminen on yksi yhtiön strategian kulmakivistä ja Siili tavoittelee ulkomaantoiminnoissa selkeästi nopeampaa kasvuvauhtia kotimaan toimintoihin verrattuna.

## Liiketoimintarakenne

Siili raportoi liikevaihdon jakauman kansainvälisen ja kotimaan liikevaihdon osalta. Yhtiö pyrkii palvelemaan asiakkaitaan laaja-alaisesti tarjoten erikoistuneita kokonaisratkaisuja, tiimejä sekä yksittäisiä asiantuntijoita tarpeen ja tilanteen mukaan. Toimituskapasiteettia on Suomen lisäksi Puolassa ja Superchargen osalta Unkarissa. Näemme tämän yhtenä Siilin kilpailukykyä nostavista tekijöistä, että sillä on omia suoria laadukkaita, mutta hintatasoltaan edullisempia resursseja Puolassa. Siilin mukaan asiakasyritykset ovat usein haluttomia ostamaan suoraan esim. puolalaiselta yritykseltä, mutta Siili pystyy toimimaan välikätenä ja asiakkaan luona Suomessa, mutta osa

tuotannosta pystytään toteuttamaan Puolasta kansainvälisellä tiimillä. Tällainen toimitusmalli nostaa Siilin katteita tyypillisesti. Suomessa Siilillä on hyvä kasvupotentiaali digitaaliseen kokemukseen liittyvien palveluiden muotoilussa ja luovassa teknologisessa toteutuksessa. Yhtiön kilpailukyky Suomessa on parhaimmillaan keskisuurissa ja suurissa asiakkaissa. Yhtiön omaa osaamista täydentää ja joustavuutta lisää Siili One - partneriverkosto. Verkostomainen toimintamalli mahdollistaa kansainvälisten asiakkaiden palvelun eri maiden tuotantoyksiköistä. Tavoitteena on kannattava kasvu. Siili pyrkii nousemaan vahvemmin kokonaisratkaisutoimittajaksi. SiiliOne sen sijaan toimii pääasiassa resurssitoimittajana toimittaen tiimejä ja asiantuntijoita erityisesti korkean digitaalisen maturiteetin asiakkaille.

Tytär-yhtiöt ovat itsenäisiä liiketoimintayksiköitä, joilla on selkeä terävä fokus, tuotteistetut tarjoomat ja kansainvälistä kasvupotentiaalia. Tytär-yhtiöillä on oma myynti, mutta yhtiöiden palveluja myydään myös tiiviisti osana Siilin tarjoomaa.

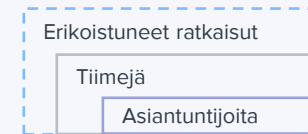
Tytär-yhtiöihin kuuluvat tällä hetkellä itsenäisinä juridisinä yhtiöinä toimivat VALA Group Oy, Siili Auto Oy sekä unkarilainen Supercharge.

Asiakasyrityksissä Siili pyrkii nousemaan strategisen tason kumppaniksi, joka pystyy hallitsemaan laajoja monimutkaisia kokonaisuuksia. Tytär-yhtiöiden osalta liiketoiminnoissa tähdätään enemmän monistettaviin erikoistuneisiin palvelukonsepteihin, joilla on kansainvälistä kasvupotentiaalia.

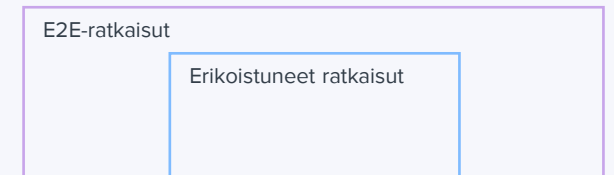
## Siilin pääasiakassegmentit



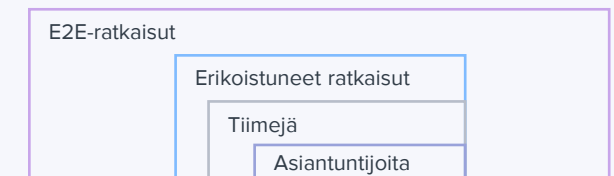
**Suuret ja digitaaliselta maturiteetiltaan korkeat** yritykset, jotka tarvitsevat pääasiassa resursseja



**Keskikokoiset ei-teknologiyritykset**, jotka tarvitsevat digitaalisen kehityksen partnerin johtamaan ja toimeenpanemaan digitaalisia kehityshankkeita



**Julkisen sektorin organisaatiot**, jotka tekevät digitaalisen kehityksen ohjelmia; erilaiset julkisen sektorin virastot ja elimet



Lähde: Siili, Inderes

\*E2E= kokonaisvaltaiset ratkaisut palvelun koko elinkaaren yli

# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 3/5

**Siili Auto** rakentaa modernien autojen digitaalisia käyttöliittymiä useita teknologioita hyödyntäen. Yhtiö näkee Siili Autossa merkittävää kansainvälistä kasvupotentiaalia ja pullonkaulana toimii jopa vielä muita toimialoja vahvemmin osaajapula. Yksikkö on Siilin itse perustama. Siili Auto kärsi merkittävästi koronassa, mutta teki vahvan käänteen vuonna 2021 ja on jatkanut kasvua tänä vuonna. Arviomme mukaan yhtiön liikevaihto oli vuonna 2021 noin 10 MEUR luokassa ja täysin kansainvälistä. Yhtiöllä on myyntikonttorit Detroitissa, Berliinissä ja Stuttgartissa, mutta kehittäminen tehdään pääosin Puolasta käsin.

**VALA Group** on keskittynyt ohjelmistotestaukseen, testiautomaatioon ja laadunvarmistukseen. VALAssa on myös kansainvälistymispotentiaalia ja se toimii muun muassa tiiviissä yhteistyössä Qt:n kanssa, jossa se toimii jo kansainvälisten asiakkaiden kanssa. VALA Group on tänä vuonna integroitu tiiviimmin osaksi Siiliä ja sen palvelut ovat usein tiivis osa kokonaisratkaisutoteutuksia. Arviomme mukaan sen liikevaihto oli ~10-13 MEUR luokassa vuonna 2021. Vuonna 2017 ennen hankintaa VALA:n käyttökate-% oli 24 %, joka on hyvin vahva taso palveluyritykselle. Siili osti ensin 60 % VALA:sta vuonna 2018 ja 21,4 %:n lisäosan vuonna 2021.

**Supercharge** on vuonna 2010 perustettu unkarilainen digitaalisten palvelujen innovointi-, suunnittelu- ja kehittämiskumppani, jolla on laaja kansainvälinen asiakaskunta. Se on kokonaisratkaisutoimittaja, joka rakentaa digitaalisia ratkaisuja (esim. mobiilisovelluksia) asiakkailleen. Kaikki toimitus tapahtuu Unkarista ja sillä on myyntitoimistot Lontoossa, Amsterdamissa, Wienissä, New Yorkissa ja Helsingissä. Yhtiö on onnistunut monistamaan malliaan tehokkaasti uusiin maihin ja kasvamaan nopeasti viime vuosina. Unkarin yritysveroaste on vain 9 %, jonka myötä

jokainen EBT-euro on noin 14 % arvokkaampi verrattuna Suomessa tuloutettuun euroon. Arviomme mukaan vuonna 2021 sen liikevaihto oli noin 13 MEUR. Siili omistaa yhtiöstä 55 %.

Siili on muuttanut viime vuosina toimintamalliaan merkittävästi. Vuosina 2012-2017 Siili sovelsi matriisiorganisaatiota. Vuonna 2018 Siili siirtyi itsenäisistä yksiköistä koostuvaksi verkostoksi. Vuonna 2019 Siili loi nykyisen yhtiörakenteen ja seuraavana vuonna strategiaa konkretisoitiin. Samalla Siilin brändi ja organisaatio uudistettiin strategian mukaiseksi. Yhtiö on myös uudistanut liiketoiminnan taustajärjestelmänsä tukeakseen uutta rakennetta.

Siilin nykyinen toimintamalli pyrkii tietyllä tapaa yhdistämään laaja-alaisen digitalisaatiokonsultin sekä erikoistuneita digitalisaatioyrityksiä kasvattavan pääomasijoittajan parhaat puolet. Siilillä onkin erinomaiset näytöt uusien yksikköjen perustamisesta ja kehittämisestä. Tytär-yhtiöille Siili tarjoaa osaamista, pääomia ja asiakkuuksia luoden yrittäjille hyvän ympäristön uuden liiketoiminnan kasvattamiselle ja kehittämiselle. Tytäryhtiöt taas tuovat Siilin projekteihin teräviä osaamiskärkiä sekä Siilin omistajille arvонуontipotentiaalia hallituihin riskeihin. Yritysoistoissa Siili integroi yhtiötä valikoidusti, pyrkien integroitumaan erityisesti asiakasrajapinnassa sekä tukemaan hallinnossa.

Siilin liiketoimintamallin vahvuuksia ovat maltillinen riskitaso, vakaa kannattavuus ja rahavirta. Asiantuntijanäkökulmasta yhtiön henkilöstö on painottunut senioriin osaajaprofiliin sekä pääkaupunkiseudulle. Senioriteetti on osin kilpailuetu, jonka päälle rakentaa, mutta se heijastuu myös yhtiön verrokkeja korkeampana kustannustasona.

## Siilin tytäryhtiöt



Kokonaistoimitusratkaisut asiakkaille



Digitaalisten innovaatioiden rakentaminen asiakkaille

siili\_auto

Autoteollisuuden digitaalisten käyttöliittymien ja ajokokemuksen kehitys

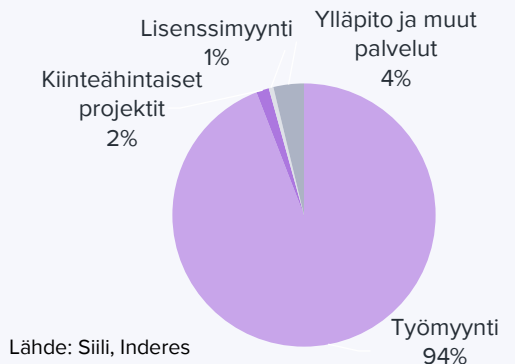
VALA

Testiautomaatio- ja laadunvarmistuspalvelut

SIILI.One

Ohjelmistokehitystiimien rakennus asiakkaille

## Liikevaihdon jakauma liikevaihtoryhmittäin, % liikevaihdosta H1'22



Lähde: Siili, Inderes



# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 4/5

Siilin haasteena on arviomme mukaan myös monien muiden ketterien digikehittäjäalojen tavoin organisaation myynnillinen ja kulttuurillinen painottuminen resurssien myyntiin sen sijaan, että ratkaistaisiin asiakkaan ongelmia. Sillä on myös vahva historia resurssintipuolelta, mikä nähdäksemme selkeästi vaikeuttaa kulttuurillista muutosta kokonaisratkaisutoimittajaksi. Organisaatio-rakenteen haasteena on arviomme mukaan siilomaiseksi organisaatioksi ajautumisen riski ja yhtenäisen asiakasviestin puuttumisen riski. Lisäksi voimakas kansainvälistyminen voi johtaa kulttuurillisiin ja johtamishaasteisiin.

## Liiketoimintamalli puhdasta asiantuntijapalvelumyyntiä

Siili on liiketoimintamalliltaan korkean tason asiantuntijamyyntiä erilaisilla toimitusmalleilla. Arviomme mukaan suurin osa liiketoiminnasta on tunti- ja projektilaskutusta osaajaresurssien myyntiä ja osa ratkaisutoimitusten myyntiä, joka voi perustua kiinteään projektitoimitukseen, tuntityöhön tai näiden yhdistelmään. Juridisesti liikevaihto pohjautuu tyypillisesti pitkiin puitesopimuksiin, mutta asiakkailta on mahdollisuus resurssien tarpeen arviointiin 3 kuukauden välein. Arviomme mukaan yhtiö kantaa liiketoiminnassaan hyvin rajallisen määrän projektiriskejä (H1'22: kiinteähintaiset projektit 2 % liikevaihdosta). Lisäksi Siilillä on jatkuvia ylläpitosopimuksia, joihin voi sisältyä pilvikapasiteetin jälleenmyyntiä. Ylläpitoliiketoiminta on vielä melko pienessä mittakaavassa (H1'22: 4 %), mutta asiakkaiden ostamisen painopiste siirtyy jatkuvasti projekteista kohti jatkuvaa kehitystyötä.

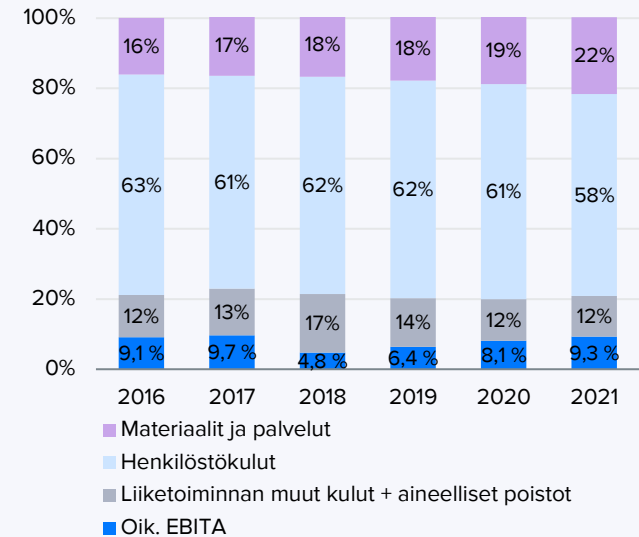
Siili käyttää jossain määrin verrokkejaan enemmän alihankintaa tarpeen mukaan vastatakseen kysynnän

vaihteluihin ja hankkiakseen erityisosaamista sekä tarjotakseen option asiantuntijoille, jotka haluavat työskennellä alalla viime vuosina yleistyneellä freelancer-mallilla (SiiliOne on Siilin vastaus tähän trendiin). Materiaalit ja palvelut olivat 22 % liikevaihdosta vuonna 2021. Materiaalien ja palveluiden osuus on kasvanut noin 6 %-yksikköä viimeisen viiden vuoden aikana. Alihankinta tuo muuten kiinteään kustannusrakenteeseen (henkilöstökulut perustuvat pääasiassa kiinteisiin kuukausipalkkoihin) joustoa kysynnän vaihteluihin. Kiinteän kustannusrakenteen skaalautumispotentiaali on kuitenkin hyvin rajallinen johtuen siitä, että palveluliiketoiminnassa kasvaminen vaatii tietyn pisteen jälkeen aina lisäkäsini investoimista.

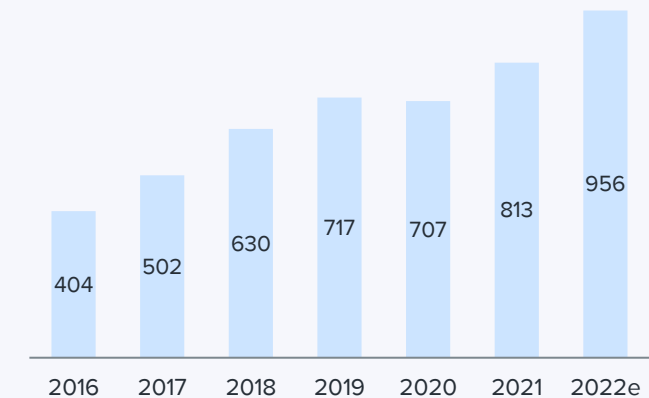
IT-palvelusektorin keskeisin operatiivinen hallinnan väline on työntekijöiden laskutusasteet, jotka ovat suorassa linkissä kannattavuuteen. Hyvät tasot yhtiöstä riippuen ovat noin 75-85 %:n tasolla. Siili on nähdäksemme onnistunut hyvin laskutusasteiden hallinnassa vuoden 2018 notkahduksen jälkeen, mutta laskutusasteissa on nähdäksemme vielä jonkin verran nousuvaraa. Laskutusasteiden liian korkea tasokaan ei kuitenkaan ole hyvä, sillä se ei jättäisi tilaa henkilöstön kehittymiselle eikä se olisi hyvä työntekijöiden jaksamisen tai viihtymisen kannalta.

2010-luvulla sektorin keskeinen haaste oli osaajapula ja palkkainflaatio sekä asiakashintojen paikallaan polkeminen. Siili pyrkii siirtymään vahvemmin kokonaisratkaisutoimittajaksi ja pois pelkän resurssitoimittajan roolista. Näin yhtiö pyrkii parantamaan omaa hinnoitteluvoimaansa sekä torjumaan palkkainflaation luomaa painetta.

Siilin kustannusrakenne, % liikevaihdosta



Työntekijämäärän kehitys, keskimääräinen vuoden aikana



Lähde: Siili, Inderes

# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 5/5

Tätä varten Siili on lähiaikoina palkannut myyntiorganisaatioon ratkaisumyynnissä kokeneita tekijöitä. Kokonaisratkaisujen myynti pelkkien resurssien sijaan mahdollistaa Siilille mm. myös juniori-työntekijöiden paremman hyödyntämisen. Työntekijävaihtuvuus on myös yksi keskeisiä palkkainflaation tekijöitä, kun tyypillisesti taloon tulevien uusien työntekijöiden palkat ovat keskimääräistä korkeampia. Koko alalla vuonna 2021 vaihtuvuus nousi korkeaksi koronan aikaisen poikkeuksellisen matalan tason jälkeen ja Siilillä tämän mukana.

Siilin kaltaisessa puhtaassa asiantuntijaliiketoiminnassa työntekijöiden viihtyvyys ja työnantajahoukuttelevuus ovat yksiä tärkeimpiä tekijöitä yrityksen menestyksen kannalta. Työntekijöiden kannalta kriittisiä tekijöitä ovat mielestämme muun muassa palkkaus ja erilaiset palkkamallit, kulttuuri, mielenkiintoiset projektit, mahdollisuus vaihtaa työtehtäviä talon sisällä, johtamismalli, vastuunkannon mahdollisuus ja organisaation maine.

Siili on menestynyt hyvin Universumin IT-alan työnantajatutkimuksissa ja vuoden 2022 opiskelijatutkimuksissa se oli Suomessa sijalla 18 ja ammattiläisutkimuksissa sijalla 18. Siilin tunnettuus on hyvä sekä opiskelija- että työntekijäkunnassa. Siili on onnistunut parantamaan sijoitustaan viime vuosina tasaisesti, mutta tänä vuonna ammattiläiskyselyssä Siilin sijoitus laski. Yksittäisen vuoden kyselyjä ei nähdäksemme kannatta seurata liian tarkkaan sillä tuloksissa on todennäköisesti melko paljon varianssia, mutta pidemmän aikavälin trendit ovat mielenkiintoisia. Siilin on kuitenkin nykyisellään nähdäksemme melko vaikea erottautua muista uuden sukupolven ketteristä toimijoista (Vincit, Reaktor, Futurice jne...), mutta on tärkeää,

että kykenee jatkossakin erottautumaan vanhoista suurista organisaatioista (esim. Tietoevry) sekä asiakasyrityksistä.

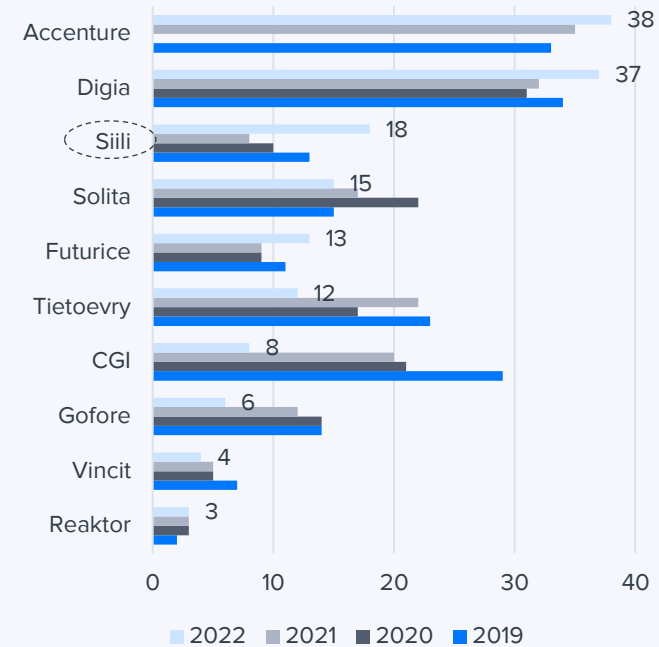
## Liiketoiminta hyvin pääomakevyttä

Siilin liiketoiminta nojaa asiantuntijoiden tekemään työpanokseen. Palveluiden tuottaminen ei käytännössä vaadi asiantuntijoiden työvälineiden lisäksi muita investointeja. Lisäksi yhtiön tulot ja kulut muodostuvat nopeiden laskutusrytmien myötä lähes samanaikaisesti, jolloin liiketoiminta ei sido myöskään käyttöpääomaa.

Uusien toimistojen avaaminen vaatii kertaluonteisia investointeja muun muassa tiloihin ja myyntiin sekä rekrytointeihin, jossa menee usein jonkin aikaa ennen kuin ne alkavat tuottamaan ja laskutusasteet nousevat. Uuden maan avaaminen vaatii luonnollisesti enemmän resursseja kuin uuden kaupungin avaaminen esimerkiksi Suomessa, jossa voidaan hyödyntää jo olemassa olevaa organisaatiota tukitoiminnoissa tehokkaammin. Uuden kaupungin saaminen kohtuulliselle kannattavuudelle voi vaatia esim. kuukausia ja uuden maan vuodesta eteenpäin. Investoinneissa kuitenkin puhutaan tyypillisesti pienistä, satojen tuhansien eurojen kokoluokasta. Kokoluokka ja kannattavuuden aikajänne vaihtelee kuitenkin paljon toiminnan luonteesta riippuen.

Liiketoiminnan kasvattaminen organisesti on siten parhaimmillaan hyvin pääomatehokasta ja kasvupääoman tarve liittyy lähinnä yrityskauppojen tekoon. Siilillä on historiasta kokonaisuutena hyvät näytöt pääoman järkevistä alokoinnista ja nähdäksemme se on onnistunut myös yrityskaupoilla luomaan selkeästi omistaja-arvoa, josta kertoo sen pörssihistorian erittäin vahva lähes ~20 %:n vuosittainen kokonaistuotto.

## Universumin houkuttelevimmat työnantajat – työntekijäkysely sijoitus\*, Sijoitus (matala > korkea)



Lähde: Siili, Inderes

\*Graafissa huomioituna vain top-50 sijoituksilla olevat yhtiöt

## Kumppanit



Teknologiatoimittajat ja -yhteisöt



Alihankkijat, resurssivuokraajat

## Toiminnot

Siili yksiköt



Tytäryhtiöt



Emoyhtiön toiminnot

Markkinointi ja go-to-market



Tukipalvelut



Liiketoimintojen kehitys

## Palvelualueet

Digitaalinen strategia ja innovaatio



Design  
Räätälöidyt digipalvelut ja ohjelmistokehitys



Data, analytiikka ja AI  
Laadunvarmistus- ja ohjelmistotestaus



Pilvi- ja jatkuvat palvelut



Ohjelmistoautomaatio



Autoteollisuus



## Liiketoimintaidea

Siilissä yhdistyvät ainutlaatuisella tavalla digitaalinen muotoilutoimisto ja teknologinen moniosaaja.



- Vahvat näytöt yrityskaupoista ja markkinatrendien tunnistamisesta
- Vakiintunut asema Suomen IT-palvelumarkkinassa ja toimitusyksiköt Puolassa ja Unkarissa
- Merkittävää kansainvälistä liikevaihtoa ja kasvupotentiaalia

## Myyntikanavat



Suoramyynti loppuasiakkaalle



Alihankkijaketju (autoteollisuus)

## Kilpailu



## Asiakastoimialoja



Teollisuus



Finanssi



Julkishallinto



Palvelut



Autoteollisuus (ulkomaat)

## Kustannusrakenne

813 hlö (2021)  
90 m€ (2021)



Henkilöstökulut  
(63 % kustannuksista)



Alihankkijat ja ostot  
(24 %)



Liiketoiminnan muut kulut  
(10 %)



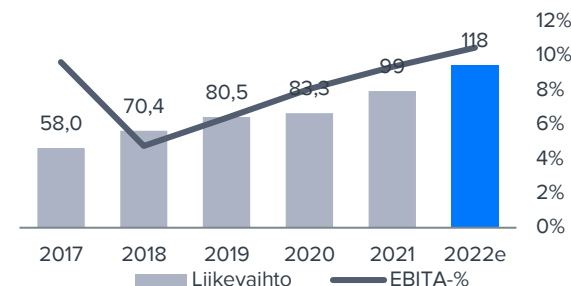
Aineelliset poistot  
(3 %)



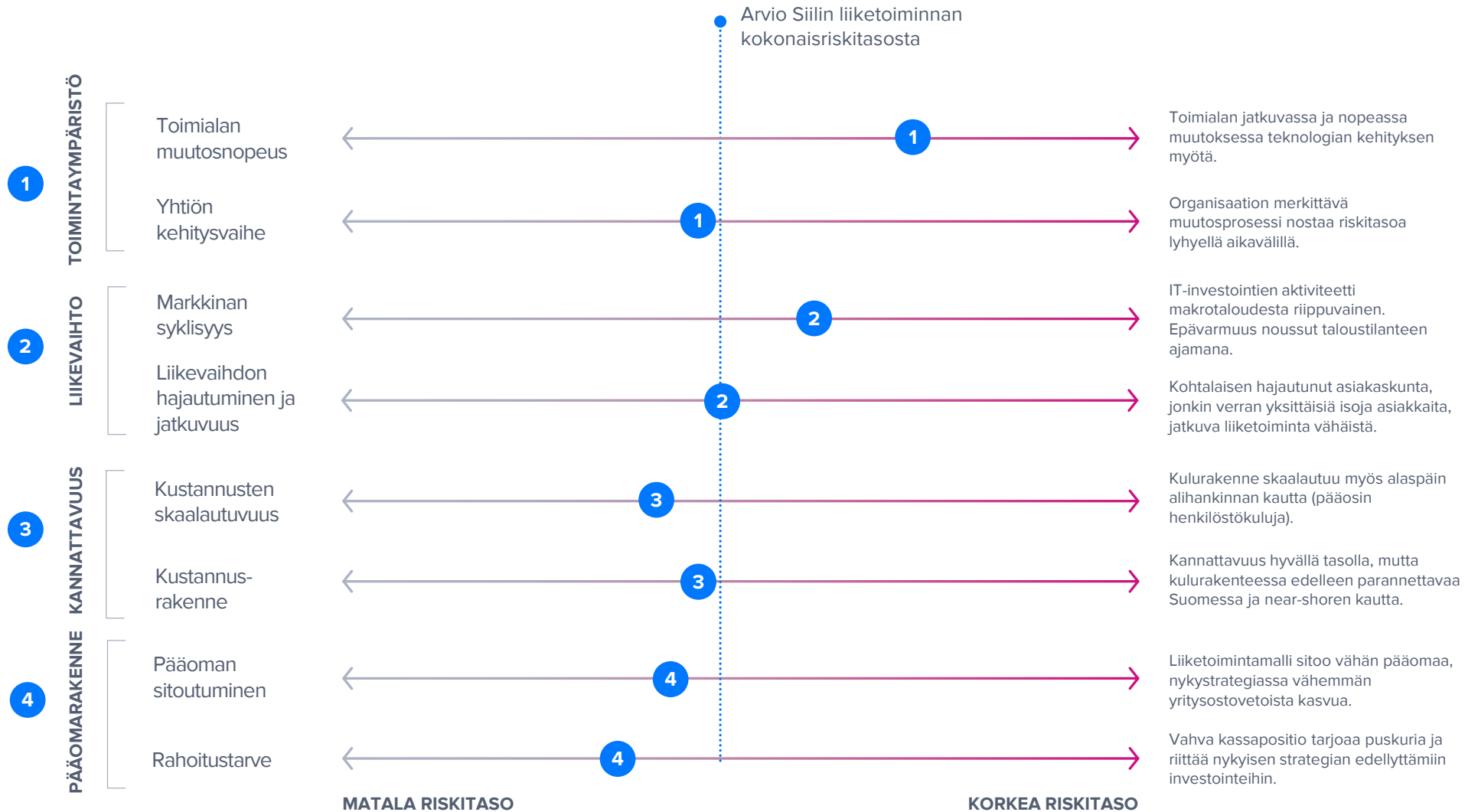
Projekti- ja asiantuntijatyö

## Tulovirrat

Liikevaihto 99 m€  
EBITA 9,3 m€ (2021)

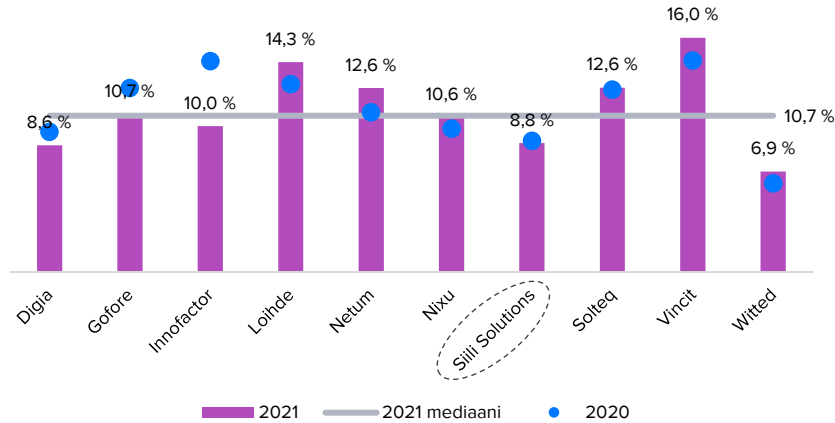


# Liiketoimintamallin riskiprofiili

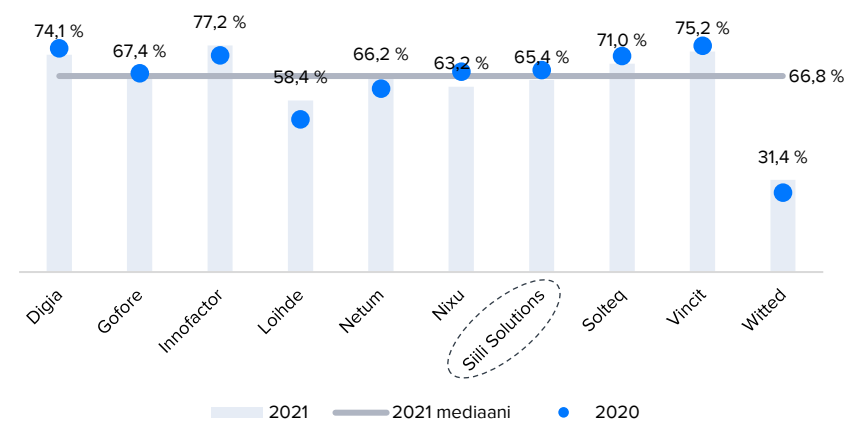


# Relevantit raportoidut mittarit suhteessa verrokkeihin

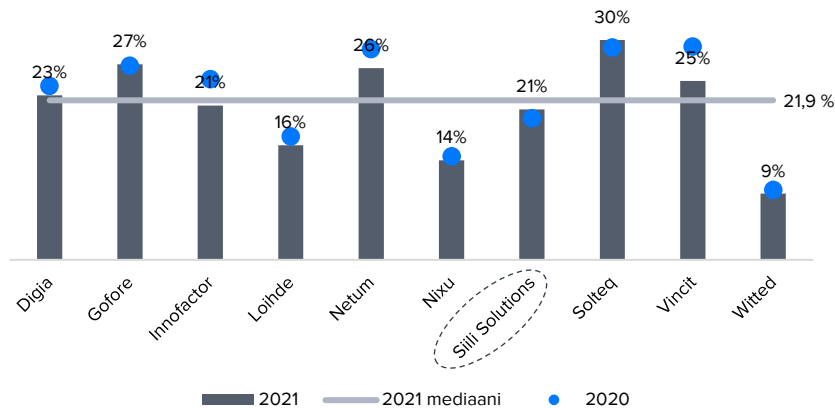
Muut kulut suhteessa liikevaihtoon (%)



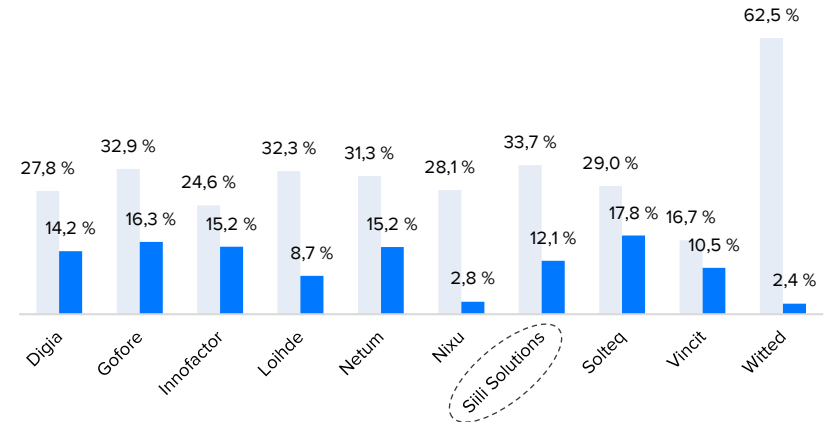
Henkilöstökulujen osuus kaikista operatiivisista kuluista (%)



Liikevaihdon kate materiaalien ja palveluiden sekä henkilöstökulujen jälkeen (%)



Kate henkilöstökulujen ja muiden kulujen jälkeen sekä käyttökatemarginaali (2021, %)



# IT-palvelumarkkina 1/8

## 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 osaluokkia 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 hämärtymistään, 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 ja palvelumuotoilu.

## Markkinan kasvua vetävät digitaaliset palvelut

Perinteisten palveluosa-alueiden odotetaan eri arvioiden mukaan kasvavan keskimäärin 2-4 % vuosivauhtia. Uusien digitaalisten palveluiden odotetaan kasvavan jopa 10 % vauhtia riippuen osa-alueesta. Markkinan kasvua hidastavat perinteisten infra- ja vanhemman sukupolven ohjelmistoratkaisuiden laskevat kysynät.

Palvelualueittain markkinaa nopeammin kasvavia osia ovat tutkimuksemme mukaan pilvipalvelut, transformaatiojohtaminen, data & analytiikka sekä tietoturva. Tietoevry odottaa pilvipalveluiden

kasvavan 15 %, data & analytiikan 15 %, ydinohjelmistojen 10 % sekä automaatio ja DevOpsin 20 %. Näkemyksemme mukaan Tietoevry on parhaita toimijoita arvioimaan markkinoiden kehitystä Pohjoismaissa, koska yhtiöllä on laaja IT-tarjoama, se toimii useimmilla asiakassektoreilla ja omaa maantieteellisesti vahvan läsnäolon kaikissa Pohjoismaissa. Asiakassektoreittain Tietoevry kertoi 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.

Siili on kasvanut vuodesta 2015 lähtien orgaanisesti hieman yleistä markkinaa nopeammin, mikä on loogista, kun yhtiö on asemoitunut nopeammin kasvaville alueille. Yhtiö on lisäksi kasvanut vahvasti yritysosastoin ja samalla muokannut tarjoomaansa hyvin ennakoimalla oikea-aikaisesti markkinatrendejä. Yhtiö lähti esimerkiksi panostamaan designin alueelle jo 2010-luvun alkupuolella vuosia ennen kuin muu markkina ryntäsi samalle palvelualueelle.

## Markkinan pitkän aikavälin kasvunäkymät

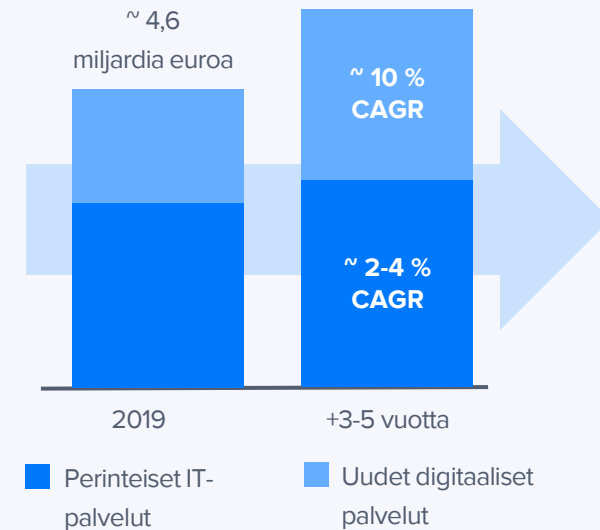
Yhteiskunnan digitalisoituminen edellyttää toteutuakseen valtavan määrän käsipareja rakentamaan, integroimaan ja ylläpitämään uusia sovelluksia, minkä takia IT-konsulttiyhtiöiden pitkän aikavälin kysyntäfundamentit ovat vahvoja.

Tämän ansiosta IT-palveluyhtiöt tarjoavat sijoittajalle hyvän mahdollisuuden sijoittaa digitalisaatiotrendiin palveluliiketoiminnan rajatummalla riskiprofiililla. Markkinan voidaan odottaa kasvavan makrotaloutta nopeammin pitkällä aikavälillä.

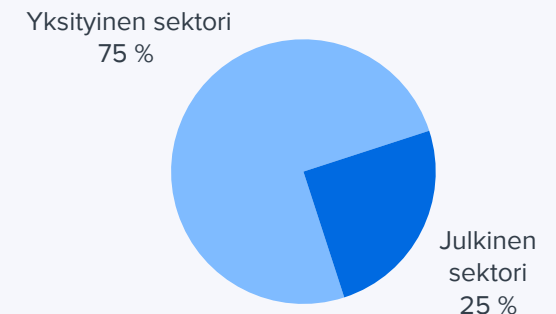
## Suomen IT-markkina, 2019, miljardia euroa



### Suomen markkina ja kasvukuva



## Markkinan jakauma ostajaryhmittäin, 2019, % markkinasta



# IT-palvelumarkkina 2/8

## 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 liiketoimintaa tai tuotekehitystä, eikä tietohallinto ja tukitoiminnot.

Kysytyt osaamisalueet liittyvät kasvavassa määrin uusiin digitaalisiin palveluihin ja vähemmän taustajärjestelmiin. Markkinan murros loi voimakkaan kasvumahdollisuuden monille uuden aikakauden alkuperäisille toimijoille (mm. Futurice, Solita, Reaktor, Siili, Gofore ja Vinci), jotka ovat profiloituneet tarjoamiltaan uusien digipalveluiden kehittäjiksi. Perinteiset toimijat olivat aluksi hitaita mukauttamaan tarjoamiansa ja kulttuureitaan vastaamaan paremmin markkinan muuttuvaa ostokäyttäytymistä ja palvelualueiden kysyntää.

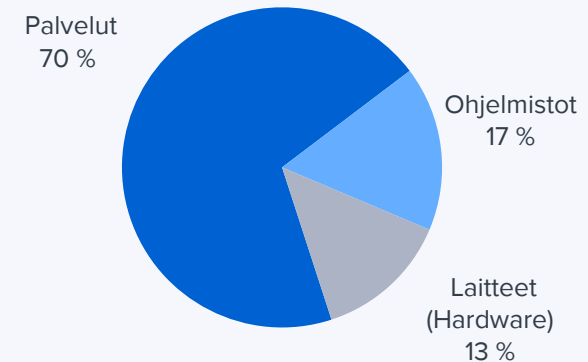
IT-palvelumarkkinan muutosta 2010-luvulla voidaan havainnollistaa yksinkertaistettuna jakamalla markkina voimakkaasti kasvaneisiin uusiin digitaalisiin palveluihin sekä hiipuvaan perinteiseen tietojärjestelmäkehitykseen. Markkinan kahtiajako on nyt kuitenkin

muuttumassa epärelevantiksi, sillä uusia digitaalisia palveluita ei voida käsitellä liiketoiminnan ydinjärjestelmistä erillisenä.

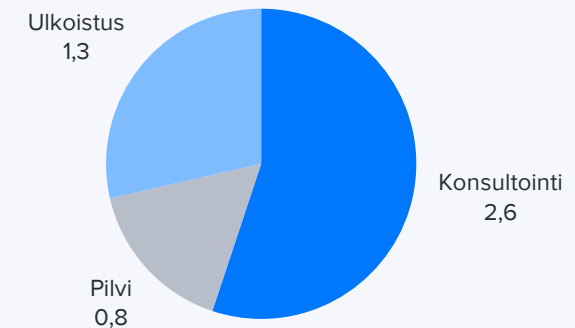
Selkeänä trendinä markkinalla onkin viime vuosina ollut IT-ostamisen vakavoituminen, kun asiakasorganisaatioissa on havaittu, että oikotietä digitalisaatioon ei pystytä hankkimaan ostamalla digisovelluksia tietohallinto ohittaen. Organisaatioiden vakiintuneet tietojärjestelmät eivät katoa, vaan niitä 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 lisäksi ne ovat itse aktivoituneet rakentamaan omia ohjelmistokehitystiimejä.

IT-palvelumarkkina on käynyt kuvatus 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, 2019, miljardia euroa



Suomen IT-palvelumarkkina, 2019, miljardia euroa



Lähde: Radareco Nordic Outlook 2019

# IT-palvelumarkkina 3/8

## Markkinassa kolme erilaista aluetta

Olemme jakaneet IT-palvelumarkkinan kolmeen eri osioon seuraavasti:

**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, Siili ja Vincit, minkä lisäksi suuret IT-generalistit ovat lähteneet panostamaan tälle alueelle myöhässä. Tälle markkinalle ominaista on matala alalle tulon kynnyks.

**IT-taustajärjestelmien ja yritysohjelmistojen markkina**, joka käsittää laajasti ERP:n ja siihen liitännäiset järjestelmät kattaen pääasiassa valmisohjelmistojen toimituksen, räätälöinnin, integraation ja ylläpidon. Tällä markkinalla Suomessa tunnettuja toimijoita ovat esimerkiksi Innofactor, Enfo, Solteq, Digia, Sofigate, Fellowmind (ent. eCraft), Bilot sekä erityisesti IT-generalistit kuten Tietoevry ja CGI. Tällä alueella markkinan kasvu on ollut hidasta ja ominaista on korkea alalle tulon kynnyks.

**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 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 osaltaan kiihdyttää markkinan konsolidaatiota.

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

## Taustajärjestelmäosaaminen tekee paluuta ja niihin liittyvää dataa 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 ratkaisuista 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.

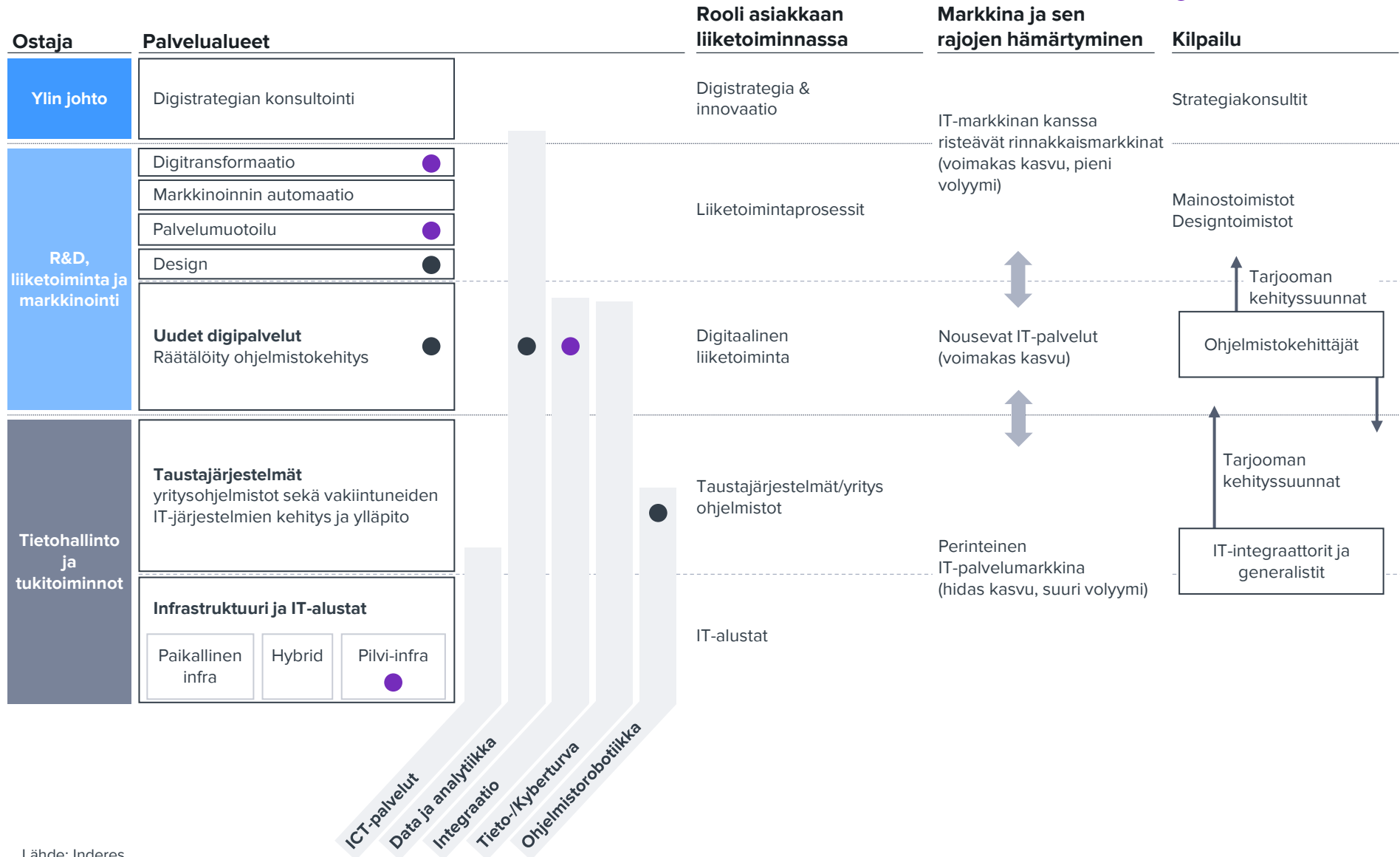
Taustajärjestelmissä kilpailukenttä on huomattavasti vakiintuneempi, alalle tulon kynnyks korkeampi ja asiakassuhteet pitkäkestoisia. Lisäksi taustajärjestelmiin vaadittavien kyvykkyyksien rakentaminen on vaikeaa.



# IT-palvelumarkkinan jakautuminen

## Siilin tarjonta

- Ydinsaamisalue
- Osaamisalue



# IT-palvelumarkkina 4/8

Tämä suuntaus elinkaariajatteluun on Siilin kaltaisten puhtaiden digipalveluiden kehittäjien yksi haaste kilpailussa generalisteja vastaan. Yhtiö pyrkii vastaamaan rakentamalla kyvykkyysia jatkuvaan kehitystyöhön, ylläpitoon ja pilvi-infrastruktuuriin. Siilin vahvuuksia kuitenkin ovat arviomme mukaan yhtiön data- ja integraatio-osaaminen.

## Trendit organisaatioiden IT-ostamisessa

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

**Data ja analytiikka on nousemassa** 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 strategioissaan. Haasteena asiakkailta 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 tämän osaamisen puuttuminen on toimittajalle selkeä maineriski. Geopoliittinen tilanne on entisestään lisännyt kysyntää. Useat sektorin yhtiöt rakentavat ja vahvistavat parhaillaan kyseistä kyvykkyyttä.

**Automaatio ja ohjelmistorobotiikka** ovat myös nousemassa palvelualueina tärkeämpään rooliin.

Automaatio mahdollistaa tuottavuuden parantamisen, joustavuuden, skaalautuvuuden ja paremman laadun sekä asiakaskokemuksen ilman suuria ja kalliita järjestelmähankkeita. Sektorin yhtiöt ovat kehittäneet tai hankkineet kyseistä osaamista ja Digital Workforce on erityisesti erikoistunut ohjelmistorobotiikka hyödyntävään automaatioon.

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

**Near-shore** kyvykkyysien rakentaminen on ollut yksi selkeä viime vuosien trendi. Koronan myötä etätyönteko on mahdollistanut tämän entistä laajemmin. Kustannustaso (palkat) nearshore maissa on kuitenkin myös kasvanut, mutta osaajaresurssien myyminen mahdollistaa edelleen hyvän kannattavuuspotentiaalin ja ratkoo osaajapulaa.

**Ukrainan sodan** suoria tai epäsuoria vaikutuksia IT-palveluyhtiöiden liiketoimintaan on nähty hyvin vähän, käytännössä ainoastaan Tietoevryn liiketoimintaan. Sen sijaan Venäjän ja Valko-Venäjän kapasiteetin käytännössä poistuminen markkinoilta ja Ukrainan kapasiteetin vähentyminen lisää muiden Eurooppalaisten maiden kysyntää. Samanaikaisesti isot organisaatiot ovat alkaneet arvioimaan tarkemmin ostopäätöksiään Euroopan ulkopuolelta (esimerkiksi Intia ei ole tuominut Venäjää, mikä on aiheuttanut tiettyä varovaisuutta sitä kohtaan).

**Käyttäjakeskeisyyden ja asiakaskokemuksen nousu jatkuu.** Nousevia alueita ovat esimerkiksi digitaalinen palveluutoilu, design ja asiakaskokemus. Osaaminen näillä alueilla

nousee tärkeämmäksi kilpailutekijäksi IT-toimittajaa valitessa. Monet toimijat ovat paikanneet tätä aluetta yrityskaupoin. Hyötyjiä ovat olleet luovat ja design-keskeiset toimijat.

**IT-markkinalla tehdään edelleen vähiten sitä, mistä puhutaan eniten.** Näkyvimpiin termeihin liittyvien palveluiden (AI, VR, AR, IoT, NLP jne.) volyyymi on vielä pientä sektorin tasolla. Näistä kuitenkin muodostunee seuraavan viiden vuoden tähtäimellä merkittäviä palvelualueita.

## 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. Jälleenmyyjien lisenssikomissiot ovatkin kutistuneet viime vuosina. Häviäjiä ovat lisenssien jälleenmyynnistä riippuvaiset toimijat. Hyötyjiä ovat asiakkaat.

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

# IT-palvelumarkkina 5/8

**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. Häviäjiä ovat toimijat, joiden kilpailukyky on perustunut offshoren kustannustehokkuuteen. Hyötyjiä ovat toimijat, jotka pystyvät yhdistämään paikallisen läsnäolon lähellä asiakasta sekä saavuttamaan riittävän kustannustehokkuuden hyödyntämällä laadukkaita nearshore-resursseja.

**Suuria, monivuotisia korkean riskin ERP-käyttöönottoprojekteja (SAP, Oracle, IBM) ei** tehdä samassa laajuudessa 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 kyvykkyydet jatkuvien

palveluiden tuottamiseen.

**Liiketoimintalähtöisen ostamisen yleistyessä** IT-yhtiöt etsivät uusia arvontuottoon pohjautuvia ja 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** asiakkailta hämärtyy ja siirtyy CIO-roolista yhä enemmän liiketoimintajohtajien ja markkinoinnin rooliin. Hyötyjiä ovat asiakkaan liiketoimintaa ja toimialaa ymmärtävät toimijat.

**Osaajapula, palkkainflaatio ja asiakashinnat ovat pähkinä ratkottavaksi sektorilla**

Näkemyksemme mukaan osaajapula ja asiakashintoja voimakkaampi palkkainflaatio on yksi sektorin keskipitkän ja pitkän aikavälin keskeisiä haasteita, johon tulisi löytää ratkaisu. Tehokkuutta jatkuvasti parantamalla tämän yhtälön 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. Tällaisina tekijöinä pidämme muun muassa mielenkiintoisia asiakasprojekteja ja oman urakehityksen kannalta

hyvää työympäristöä. Osaajapulan myötä on myös tärkeää, 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 osaamispainotuksesta riippuen. Tietoevry arvioi palkkainflaation olevan keskimäärin 4 % (päivittyi Q1-raportissa ja aik. 3 %) vuonna 2022, mikä on sektorin muita kommentteja matalampi. Tällä hetkellä mikään ei viittaa palkkainflaation hidastumiseen. Lyhyemmällä aikavälillä väistämättömältä näyttävä taantuma voisi hillitä palkkainflaatiota, kun heikossa talousympäristössä vaihtuvuus tyypillisesti pienenee, mutta samanaikaisesti korkea inflaatio aiheuttaa lisäpainetta palkankorotuksille. Osittain tätä pyritään hillitsemään maantieteellisesti halvempaa työvoimaa käyttäen, mikä ei kuitenkaan pitkällä tähtäimellä ole täysin kestävä ratkaisu ongelmaan.

Asiakashintojen kehitys on vuosien ajan ollut sektorien kommenttien perusteella 0-2 % ja näin ollen selvästi palkkainflaatiota maltillisempaa. Henkilöstökulut vastaavat sektorilla karkeasti noin 2/3-osaa kuluista ja vertailu palkkainflaation kanssa ei täten mene yksi yhteen, mutta efekti on edelleen negatiivinen lähes kaikilla sektorin toimijoilla. Peukalosääntönä asiakashinnat ovat korkeammat yksityisellä sektorilla, kun taas julkisen sektorin sopimukset ovat perinteisesti pitkiä ja tarjoavat sitä kautta jatkuvuutta sekä ennustettavuutta mikä mahdollistaa laskutusasteiden paremman hallinnan.

# IT-palvelumarkkina 6/8

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

## Markkinan tulevilta voittajilta odottamamme piirteet

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 seuraava taistelu käydään muuallakin kuin puhtaasti osaajakilpailussa. Näkemyksemme mukaan sektorin menestystekijät muuttuvat ja voittajia seuraavan viiden vuoden aikana ovat:

**Jatkuvaan uudistumiseen kykenevät yhtiöt.** 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 muutuskyykykyys nousee avainrooliin. Tässä uudistumisharjoituksessa epäonnistuminen vaikuttaisi suoraan nykyisiin asiakassuhteisiin, uusien asiakkaiden hankkimiseen, suhteelliseen kilpailuasemaan ja siten pidemmän aikavälin arvonluontikykyyn. Näkemyksemme mukaan IT-palvelumarkkinan kestävä kilpailukyky onkin rakennuttava jatkuvan muutuskyykykyden varaan.

**Yritykset, jotka pystyvät vahvemmin yhdistämään myös junioriresurssit,** 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 ratkaisustamiseen).

**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 kyykykyys 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 ja nopeasti kehittyvään markkinaan. Monet sektorin yhtiöt kärsivät tehostomista, 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 kilpailukykyä toimittajalle. Palvelualueen rooli on jo nyt tärkeä, mutta se on nousemassa yhä tärkeämmäksi ja mahdollistaa myös tekoälyn ja koneoppimisen laajemman ja tehokkaamman käytön.

## Kilpailukykyyn lähteet markkinalla

- Uudistumiskyky
- Kyky rekrytoida
- Elinkaaritarjoama
- Kuumat osaamisalueet:
  - Transformaatiokyykyky
  - Datan hyödyntäminen
  - Tietoturva
- Ketteryys ja nopeus
- Osaajien kyykykydet (CV)

## Lisäarvo markkinalla

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

# IT-palvelumarkkina 7/8

## Yrityskaupat ja konsolidaatio sektorilla jatkuu

IT-palvelusektorin konsolidaatio oli aktiivista läpi viime vuosikymmenen ja se on jatkunut yllättävän vilkkaana kuumasta markkinasta huolimatta. Monet sektorin yhtiöt olisivat arviomme mukaan kuitenkin halunneet jatkaa aktiivisemmin myös epäorganista kasvua ja saada vahvat taseet tuottavaan työhön.

Issossa kuvassa pääosalla sektorin yhtiöistä kiinnostus yritysjärjestelyihin on suuri. Konsolidaatiota ajaa halu osaamisportfolion laajentamiseen, maantieteelliseen laajentamiseen ja puhtaasti toimituskapasiteetin kasvattamiseen. Näkemyksemme mukaan pääosalla sektorin yhtiöstä ei kuitenkaan ole kriittistä tarvetta yritysostoille, vaan tarvetta ajavat muut asiat, kuten strategiset tavoitteet. Pelkästään kasvu on verrattain ”huono” syy yritysostoille ja suurin hyöty tulee näkemyksemme mukaan osaamisportfolion laajentamisen myötä, mikä vahvistaa kilpailukykyä sekä tuottaa liikevaihtosynergioita. Yritystoston onnistumiseksi on tärkeää, että strategiat ja kulttuurit sopivat yhteen.

Pääosalla sektorin yhtiöistä on vahvat taseet ja käytännössä kaikilla terve kannattava

liiketoiminta, joka jatkuvasti tuottaa hyvää kassavirtaa ja vahvistaa edelleen tasetta. Omien osakkeiden käyttö on toki mahdollista ja monet yhtiöt ovat myös käyttäneet tätä mahdollisuutta. Usean yhtiön arvostustaso on kuitenkin tällä hetkellä melko matala ja oman osakkeen käyttö ei näin tarjoa samoja mahdollisuuksia omistaja-arvon luonnille.

Näkemyksemme mukaan velkavivun käyttö yritysostoissa on edelleen kohtuullisen korkotason myötä hyvä vaihtoehto, kun huomioidaan hyvä kasvuympäristö. Maltillinen velkavipu parantaisi myös oman pääoman tehokkuutta.

Pääomasijoittajat ovat myös edelleen aktiivisia ja rakentavat IT-osaajataloja. Pari vuotta sitten 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 yhdentyessä on laajempi konsolidaatio todennäköistä, kuten Tiedon ja EVRYn sekä KnowITn ja Cybercomin fuusiossa nähtiin. Kiinnostava skenaario voisi olla kahden keskimarkkinan toimijan yhdistäminen

vahvemmaksi haastamaan suuria generalisteja, kuten Bilotin ja Vincitin fuusio. Näkemyksemme mukaan yhdistymisessä tulisi olla selkeitä liikevaihtosynergioita ja kilpailuetua vahvistavia tekijöitä. Suomen markkinassa on näkemyksemme mukaan listaamattomia toimijoita, joiden osaamispainotus, maantieteellinen läsnäolo ja asiakasportfolio sopisivat yhteen listattujen toimijoiden kanssa. Siilin seuraavan 10 vuoden arvonnun kannalta olennaista on myös yhtiön rooli sektorin laajemmassa konsolidaatiossa.

Selkeitä osaamisalueita, joita on viime vuosina hankittu tarjoaman vahvistamiseksi ovat neuvonanto, transformaatiojohtaminen, data ja analytiikka sekä robotiikkaa hyödyntävä automaatio osaaminen. Toki järjestelyjä on tehty myös toimituskapasiteetin takia.

Tarkastelimme vuosi sitten IT-palveluyhtiöitä ja niiden kiinnostusta yritysjärjestelyihin, tarvetta järjestelyille, taseen tarjoamia mahdollisuuksia ja yhtiön kiinnostavuutta ostokohteena. Alla olevat arviot ovat meidän arvioitamme ja kommentti kokonaisuudessaan luettavissa [tästä](#). Olemme lisänneet Wittedin ja Digital Workforcen tähän kevään aikana.

	Digia	Gofore	Innofactor	Loihde	Netum	Siili	Solteq	Tietoevry	Vincit	Digital Workforce	Witted
<b>Kiinnostus järjestelyihin</b>	4	4	3	4	4	4	3	4	4	4	4
<b>Tarve järjestelyille</b>	2	3	2	2	2	3	2	1	2	4	2
<b>Tase mahdollistaa yritysostot</b>	3	5	2	5	2	3	2	3	4	5	4
<b>Kiinnostava ostokohde</b>	2	3	3	2	3	2	4	1	3	4	2

1=matalin, 5=korkein.

Lähde: Inderes arvio

# IT-palvelumarkkina 8/8

## Viimeisten tuloskausien huomiot

IT-palvelusektorin yhtiökohtaiset Q3-luvut ovat nähtävissä oikealla taulukosta.

Keskeisiä huomioita sektorilta Q1-Q3:lla ovat:

- Orgaaninen kasvu oli H1:llä vahvaa (mediaani 9 %) ja vahvistui Q3:lla (18 %:iin). Useat toimialan yhtiöstä ovat onnistuneet hämmästyttävän hyvin rekrytoinneissaan. Tekijöitä tulee selvästi listattujen yhtiöiden ulkopuolelta. Monet ovat myös rekrytoineet nuorempia osaajia ratkoen tällä tavalla osaajapulaa ja palkkainflaatiota.
- Kannattavuus oli hyvä Q1:llä. Q2:lla oli selkeitä yhtiökohtaisia haasteita kannattavuudessa, mitkä kuitenkin pitäisi olla pääosin lyhytkestoisia. Q3:lla nähtiin kannattavuudessa kokonaisuudessa pientä pirstymistä.
- Vaihtuvuus on laskenut tänä vuonna viime vuoden korkeilta tasoilta. Suurelta osin vaihtuvuus on vielä yli normaalin 10 %:n, mutta myös selkeästi alemmaa vaihtuvuutta on sektorilla (Gofore ja Netum).
- Koko IT-palvelusektorin Q1-yhteenveto katsottavissa [tästä](#) ja Q2-yhteenveto [tästä](#).

## Sektorin lyhyen aikavälin näkymät

IT-palvelusektorin yhtiökohtaiset 2022 ennusteet ovat nähtävissä oikealla taulukosta.

Keskeisiä huomioita lyhyen aikavälin näkymistä:

- Odotamme asiakaskysynnän isossa kuvassa pysyvän melko hyvänä lyhyellä aikavälillä, mutta geopolitiinen tilanne ja talouden epävarmuus on nostanut epävarmuutta myös IT-palvelusektorilla, erityisesti yksityisen sektorin asiakaskunnassa.

- Osaajamarkkina on edelleen keskeinen pullonkaula monille yhtiöille, mutta sektorin parhaimmat rekrytoijat ovat onnistuneet hyvin ja osaajapula ei ole näille ollut suuremmin rajoitteena.
- Kannattavuutta painavat pääosin yhtiökohtaiset sisäiset haasteet sektorilla.
- Vaihtuvuus on kuitenkin osin laskenut sektorilla ja arvioimme sen laskevan laajemmin H2:lla. Talouden epävarmuus rajoittaa tyypillisesti osaajien vaihtuvuutta.
- Laskeva vaihtuvuus hillitsee todennäköisesti voimakkainta palkkainflaatiota. Näin odotamme palkkainflaation myös maltillistuvan lyhyellä aikavälillä sektorin tasolla jossain määrin. Tässä on kuitenkin yhtiökohtaisia eroja.
- Asiakashinnoissa on saatu merkkejä hinnankorotuksista, mutta otanta on edelleen hyvin pieni ja laajemman sektorinäkemys ottaminen on vielä liian aikaista.
- Julkisesta sektorista on viimeisten vuosien aikana muodostunut hyvinkin houkutteleva markkina johtuen terveen, ennustettavan ja kasvavan kokonaiskysynnän myötä.
- Monet ovat myös rekrytoineet nuorempia osaajia ratkoen tällä tavalla osaajapulaa ja palkkainflaatiota.
- Kokeneemman pään rekrytoinneissa erilaiset palkkamallit ovat vahvuus, koska osaajat arvostavat eri asioita.
- Käytännössä kaikki toimijat hyödyntävät alihankintaa helpottaakseen osaajien saatavuutta.

## Taulukko toteutuneista luvuista

	Q3'22	Kasvu, %	Q3'22 Orgaaninen kasvu, %	EBIT-% oik.
Digia		15 %	10 %	9 %
Digital Workforce		21 %	18 %	-14 %
Gofore		47 %	32 %	12 %
Innofactor		22 %	13 %	6 %
Lohde		21 %	8 %	3 %
Netum*		48 %	23 %	11 %
Siili		20 %	20 %	9 %
Solteq		-4 %	-8 %	-4 %
Tietoevry		7 %	8 %	14 %
Vincit		69 %	20 %	9 %
Witted		55 %	45 %	-3 %
Keskiarvo		29 %	17 %	5 %
Mediaani		21 %	18 %	9 %

Lähde: Yhtiöt ja Inderes. \*H1-luvut.

## Taulukko 2022 ennusteista

	2022e (Q3-raportin jälkeen)		
	Kasvu, %	Orgaaninen kasvu, %	EBIT-% oik.
Digia	11 %	7 %	10 %
Digital Workforce	14 %	12 %	-8 %
Gofore	40 %	28 %	14 %
Innofactor	8 %	5 %	7 %
Lohde	18 %	6 %	3 %
Netum*	41 %	24 %	13 %
Siili	19 %	15 %	11 %
Solteq	1 %	-4 %	3 %
Tietoevry	4 %	6 %	13 %
Vincit	37 %	10 %	7 %
Witted	81 %	62 %	1 %
Keskiarvo	25 %	16 %	7 %
Mediaani	18 %	10 %	7 %

Lähde: Inderes, \*H1

# Sektorin yrityskauppoja pohjoismaissa

## IT-palvelusektorin yrityskauppoja Pohjoismaissa

Päivämäärä	Ostaja	Kohde	Liikevaihto MEUR	EBITDA MEUR	EBITDA-%	Henkilöstö	EV MEUR	EV/Sales	EV/EBITDA
11/22	Solteq	S2B Energia Oy				10			
11/22	Lohde	Onrego	7,1	0,5	7 %	30	4,3	0,6x	~9x
11/22	Gofore	eMundo	~8	0,8	9 %	96	8,0	~1x	~8x
10/22	Digia	Avalon	2,4	0,4	15 %	24			
10/22	Siili	Haallas	5,8	0,9	~15%	>50	3,75-9,0	0,6x-1,6x	4x-10x
09/22	Witted	Nexec Oy	12,8	0,7	5,8 %	80	8,3-12	0,7x-0,9x	11x-16x
06/22	Digia	Productivity Leap Oy	5,5	1,2	22 %	35			
06/22	Innofactor	Invenco Oy	6,3	0,4		50	3-7	0,5x-1,1x	8x-19x
06/22	Knowit	Marketing Clinic Oy	10,5			60	8,5-10	1,0x	
05/22	Pinja	Oiwa	2,1			25			
04/22	Digia	MOST Digital	3,0	0,0	0 %	34			
01/22	Gofore	Devecto	10,7	2,0	19 %	130	21-26	2,0x-2,4x	10x-13x
01/22	Solteq	Eneryty Solutions Oy	2,2	0,3	~15 %	>20	4,5	2x	15x
11/21	Norvestor	Pinja	40,0			450			
11/21	HiQ	Lamia	8,3	2,7	33 %	90			
10/21	NetCompany	Intrasoft International S.A.	197,0	18,0	9 %	2800	235	1,2x	13,1x
10/21	Netum	Cerion Solutions Oy	3,6	0,5		38	6-7,1	~1,8x	9x
10/21	Bilot	Motley	4,1	0,2		40	5,1	1,2x	26x
09/21	KnowIT	Capacent (johdon konsultointi)				50			
08/21	HiQ	Advicon				25			
08/21	Advania	Visolit				1200			
05/21	eCraft (Fellowind)	Project-IT	12,0			30			
05/21	Eficode	Beecom (SUI)	10,0	1,5	15 %	58	10	1,0x	6,7x
05/21	Lohde (ent. Viria)	Talent Base Oy	7,4	1,1	15 %	58	10	1,4x	10x
05/21	HiQ	Scandio (GER)				100			
05/21	Knowit	Cybercom				1200			13x
04/21	Vincit	Bonsky Digital	2,7	0,2	7 %	30	2,7-3,0	1,0x-1,1x	13x-15x
03/21	TSS	Innofactorin Prime-liiketoiminta	>2			15			
02/21	Aucerna	TietoEVRYn öljy ja kaasuu -liiketoiminta	~50			430	155	3,2x	
02/21	Solteq	Partiture Oy	2,4	1,0	40 %	16		1x	2x-3x
02/21	Gofore	CCEA ja Celkee Oy	5,6	1,2	21 %	50		1,1x	5,1x
12/20	IBM	Nordcloud	80,0			490			
12/20	Digia	Climber (SE, FI, DK, NED)	13,8	0,7	5 %	77	8-14	0,6x-1,0x	12x-20x
12/20	Siili	Supercharge (Unkari)	9,0	2,1	23 %	115	17	~1,8x	~8x
08/20	Triton	Hiq	~180	~25	14 %	1500	~340	1,9x	13,6x
08/20	Bilot	CastorIT	7,3	0,9	12 %	60	8,8	1,2x	10x
08/20	Gofore	Qentinel	12,0	1,7	14 %	100	8,9-10,9	~0,9x	~6,4x
08/20	Pinja (Protacon)	PiiMega							
11/19	Solita	Ferrologic	13,1			100			
11/19	Fellowmind	eCraft ja Orango							
06/19	Tieto	Evry	1290,0	180	14 %	9400		1,4x	9x
06/19	Digia	Accountor Enterprise Solutions	12,7	0,8		114	9,0	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 (SE)	1,6					1,0	
03/19	CGI (tarjous)	Acando (SE ja 2018 tot. luvut)	280,0	28	10 %	2100	410	1,5x	14,6x
02/19	Digia	Starcut	~1,5		~5 %	19			
02/19	Gofore	Silver Planet	7,2	1,8	0,3	40	10,8	1,5x	6,0x
01/19	eCraft	Evry (Fi - Dynamics toiminnot)				40			
01/19	Vincit	LeanCraft	3,0	>1	>30%		5,5	1,8x	5,5x

# Kilpailukenttä 1/5

## Kilpailijoita kolmessa tasossa

Suomen IT-palvelumarkkinan hajanaista rakennetta mukaillen myös kilpailukenttästä 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.

## Siilin kilpailijat

Siilin kilpailijoita ovat suuret ja usein kansainväliset IT-generalistit sekä pienemmät ohjelmistokehitystalot. Generalisteista esimerkkinä voidaan mainita Tietoevry, CGI, Capgemini ja Accenture. Pienemmistä ohjelmistokehitystaloista kilpailijoina voidaan mainita Reaktor, Idean (Capgemini), Gofore, Futurice, Vincit ja Solita. Selkeitä yksittäisiä pääkilpailijoita on kuitenkin vaikea osoittaa kentän pirstaleisuuden vuoksi. Siili 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 kriittisen kumppanin rooliin usein ottamalla osuutta

IT- ja digitalisaatio-investoinneista asiakkaan vakiintuneilta IT-toimittajilta.

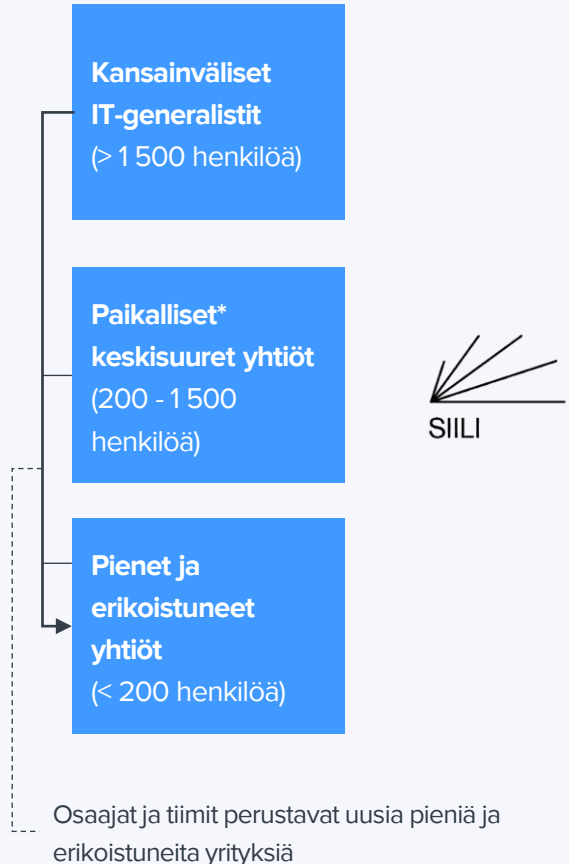
## Osaamisalueiden kilpailijat

Siili kykenee haastamaan sekä perinteiset tietojärjestelmäintegraattorit että pienet luovat toimistot. Yhtiö kilpailee lähes kaikilla alueillaan suurien IT-generalisteja vastaan. Palvelualueittain kilpailua on seuraavasti:

- Digipalveluiden ohjelmistokehityksessä (Digital Experience) ja luovassa suunnittelussa lähimpiä kilpailijoita ovat esimerkiksi Vincit, Reaktor, Gofore, Futurice ja Solita. Suurissa järjestelmähankkeissa vastassa ovat myös laajan tarjoaman omaavat IT-palvelutalot (kuten Digia ja Tietoevry).
- Ohjelmistoautomaatiossa kilpailijoita ovat vakiintuneet IT-generalistit sekä erikoistuneet toimijat (kuten Digital Workforce).
- Siili One kilpailee IT-osaajien hubittajia kuten Ework Groupia ja Wittediä vastaan sekä muiden IT-palveluyhtiöiden alihankkijaverkostoja vastaan. Ratkaisevaa tällä alueella on kyky houkuttaa osaajia ja yhdistää ne asiakastarpeisiin. Kilpailu on viime vuosina kuitenkin kiristynyt.
- Autoteollisuudessa kilpailukenttä on pirstaleinen ja vastassa ovat globaalit IT-konsultit ja lukuisat sektoriin erikoistuneet toimijat.
- Cloud Managed Services -alueella Siili haastaa etenkin suuria IT-generalisteja (kuten Tietoevryä) ja markkinaa tähtäävät myös erikoistuneet toimijat (kuten Nordcloud) sekä monet IT-palvelutalot (kuten Gofore).



## Kilpailukentän dynamiikka



\*Keskiuurista yhtiöistä löytyy myös kansainvälisiä tai kansainvälistyviä yhtiöitä kuten Siili  
Lähde: Inderes



# Kilpailukenttä 2/5

## 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 nostaa alalle tulon kynnystä. IT-generalistien keskeisimmät kilpailuedun lähteet voidaan mielestämme tiivistää suuriin resursseihin, asiakkaan kohtaamiin vaihdon kustannuksiin sekä korkeisiin alalle tulon kynnyksiin.

Pienet yhtiöt tarvitsevat ketteryuden rinnalle yleensä jonkin terävän osaamiskärjen ollakseen kilpailukykyisiä suuria generalisteja vastaan. Lisäksi pienemmät yhtiöt murtautuvat asiakkuuksiin tyypillisesti muun ostajan kuin tietohallintojohdon kautta myyden digitalisaatoratkaisuja 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 urapolkuja, mikä samalla vaikeuttaa sekä oman liiketoiminnan kasvattamista ja arvoketjuaseman kohentamista. Osaajakilpailussa pienten yhtiöiden keskeisimmät valtit 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 rakentamalla.



## Siilin kilpailutekijät

### Vahvistavat tekijät

- Kyvykkyys toimittaa vaativia hankkeita vs. pienet toimijat
- Ketteryys, reagointi- ja uudistumiskyky vs. suuret generalistit
- Osaamisen hallinta ja kyky houkutelaa osaajia
- Digitaalisen kokemuksen (DX) osaaminen
- Terävät osaamiskärjet tietyillä palvelualueilla
- Kasvavat near-shore resurssit

### 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 kynnys
- Ei vielä merkittävää ylläpitoliiketoimintaa tai jatkuvuutta, mutta yhtiö jatkaa tämän rakentamista
- Kireä osaajamarkkina rasittaa kasvua

# Kilpailukenttä 3/5

Tätä taustaa vasten pidämme aidosti kestävien kilpailualueiden luomista rakenteellisesti vaikeana harjoituksena. Pitkän aikavälin arvonluonnille emme kuitenkaan näe tätä esteenä.

## Vertailuryhmän kasvu ja kannattavuus

Tarkastelemme seuraavan sivun kuviossa listattujen sekä listaamattomien suomalaisten ja muiden Pohjoismaisten IT-palveluyhtiöiden kasvua ja kannattavuutta sekä taulukossa sivulla 46. Vertailussa on mukana lisäksi joitain Yhdysvaltalaisia alan toimijoita, jotka toimivat globaalisti ja joilla on merkittävä rooli Euroopan markkinalla sekä Iso-Britannialainen Kainos.

Vertailuryhmän kasvu vuositason 2017-2021 on ollut keskimäärin noin 20 %, mitä selittää markkinan kasvu, monien pienten toimijoiden nopea orgaaninen kasvu sekä useiden toimijoiden yrityskaupat. Voimakkaimmin kasvaneet yhtiöt ovat laajentuneet niin yritysostoin kuin myös orgaanisesti. Siili on myös vauhdittanut kasvuaan useilla yritysostoilla. Vahvoja orgaanisia kasvajia ovat olleet mm. Eficode, Witted, Sulava, Siili, Vincit, Futurice, Netum Gofore, Reaktor, Netcompany 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 2019-2021 orgaanisen kasvuvauhdin hidastumisena. Selkeä erottuva yhtiö on tanskalainen Netcompany, joka yli 3 500 osaajasta huolimatta pystyy kasvamaan palveluliiketoiminnassa orgaanisesti ~20 % vuosivauhtia ja lähes 30 %:n EBITDA-marginaalia.

Kannattavuuden osalta vertailujoukon keskiarvo on 12 % käyttökatteella (EBITDA-%) mitattuna vuositason 2017-2021 (2016-2020 12 %). 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). Yksinumeroisiin kannattavuustasoihin yhtiöiden ei pitäisi olla tyytyväisiä. Suuret generalistit Tietoevry ja CGI ovat tehneet hyvää kannattavuutta hitaasta kasvusta huolimatta, mikä perustuu niiden vahvaan markkina-asemaan ja ohjelmistoliiketoimintaan.

Kannattavuuden ja kasvun yhdistelmää viiden vuoden ajalta vertailemalla markkinassa erottuvat muutamat toimijat ylitse muiden. Tähtipelaajien lokeroon asettuvat suomalaisista yhtiöistä Gofore, Solita, Sofigate, Netum ja Reaktor sekä tanskalainen Netcompany, isobritannialainen Kainos, ruotsalainen Enea ja Yhdysvaltalaiset Globant, Endava sekä Epam.



## Kasvuajurit

### Pitkä aikaväli

- Digitalisaatio kiihdyttää ja kasvattaa markkinaa
- IT:stä tulee yhä keskeisempi osa yhtiöiden liiketoimintaa ja strategiaa
- IT-palvelumarkkinan määritelmä laajenee
- Kansainvälistyminen ja near-shoren kasvattaminen
- Yritysostot

### Lyhyt aikaväli

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



## Kannattavuusajurit

### Lyhyt aikaväli

- Laskutusasteet
- Osaajien vaihtuvuuden hallitseminen
- Palkkainflaation hillitseminen
- Tehokkuuden parantaminen
- Koronan myötä uudet toimintatavat (mm. etätyö) ja sen myötä pysyvästi laskenut kiinteiden kulujen osuus ja matkustuskulujen todennäköinen lasku

# Kilpailukenttä 4/5

## Kilpailijoiden taloudellinen kehitys 5v

Liike-  
vaihdon  
kasvu,  
2017-2021,  
CAGR %



Käyttökate-% keskimäärin 2017-2021

Lähde: Inderes, yhtiöt

\*vuodet 2016-2020

\*\*Sisältää Tiedon ja Evryn itsenäiset luvut ensin vuosilta 2017-2020

\*\*\*Vuodet 2018-2021

^Käyttökate-% -10,7 % ja ^^kasvu 102 %

Luvut sisältävät IFRS 16 -muutoksen vuodesta 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

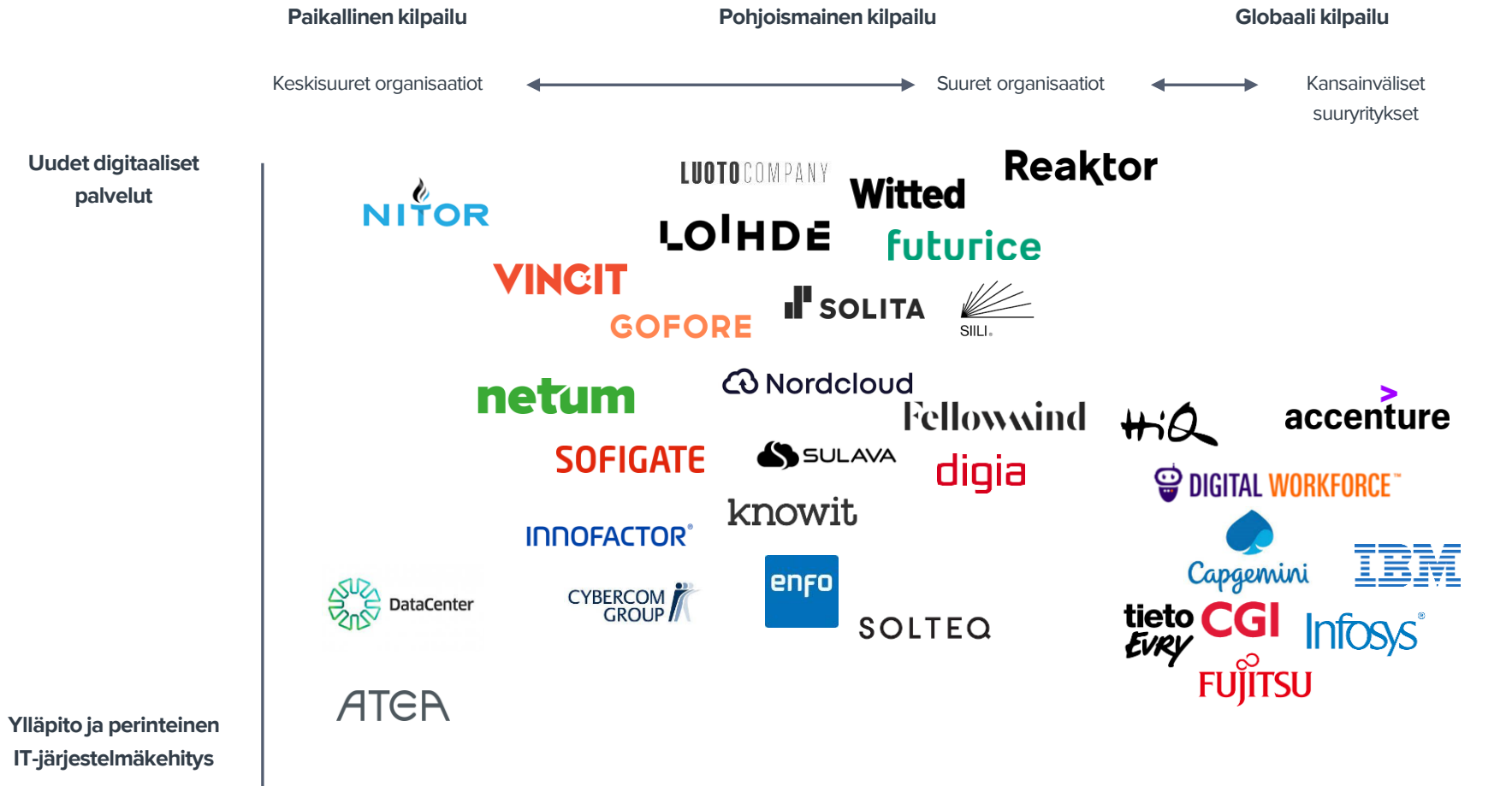
- Yhtiöitä, joiden asiakkailla korkeat vaihdon kustannukset esimerkiksi räätälöityjen ohjelmistoratkaisuiden myötä
- Kannattavuutta optimoitu osin kasvun kustannuksella

### Käänneyhtiöt

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

# Kilpailukenttä 5/5

Suomen markkinarakenne asiakaskoon ja palvelualuekohtaisen asemoitumisen perusteella



# Strategia ja taloudelliset tavoitteet 1/4

## Keihäänkärkenä digitaalinen kokemus

Siili rakensi vuosien 2018-2020 aikana perustan yhtiön seuraavalle kasvuvaiheelle. Vuoden 2019 lopulla julkaistussa toimintamallissa yhtiö jakautui ydinliiketoimintaan ("Core") sekä itsenäisiin liiketoimintoihin ("Portfolio"). Vuonna 2020 Siili tarkensi strategiaansa ja yhtiö keskittyy jatkossa vahvemmin digitaalisten kokemusten (Digital Experience) kehittämiseen sekä vauhdittaa kansainvälistymistään. Kansainvälinen kasvu painottui historiassa Siili Autoon, mutta 2020 sitä aloitettiin hakea myös muiden liiketoimintojen osalta. Strategiaa toteutettiin ja kansainvälistä kasvua vauhditettiin sittemmin onnistuneella Supercharge-yritysostolla. Nyt yhtiön liiketoiminnot tekevät tiiviimpää yhteistyötä ja sulautuvat enemmän yhdeksi kokonaisuudeksi.

Näkemyksemme mukaan strategia asemoi Siilin edelleen IT-markkinan kasvualueille selkeällä asiakasviestillä ja fokuksella. Tämä on tärkeää, sillä digitaalisten palveluiden suunnittelussa ja kehityksessä myös kilpailu on kiristynyt usean vuoden kovan kasvubuumien myötä.

Siilin strategian painopistealueet ovat seuraavat:

1. Siilin kasvun painopiste on laaja-alaisten digitaalisten palvelujen suunnittelussa ja kehittämisessä sekä uutena alueena myös julkisella sektorilla
2. Tytäryhtiöiden liiketoiminnoissa kilpailuetua haetaan erikoistuneiden yksiköiden kautta
3. Kansainvälistymisen kiihdyttäminen

Siili tarjoaa koko elinkaaren kattavaa digitaalista

palvelukehitystä. Asiakasyrityksissä pyritään nousemaan entistä vahvemmin strategisen tason keskeiseksi kumppaniksi, joka pystyy hallitsemaan laajoja komplekseja kokonaisuuksia. Tavoitteet noudattelevat IT-markkinan trendejä. Siili tavoittelee jatkossa laajentumista vahvemmin myös julkiselle sektorille. Julkinen sektori on viime vuosina noussut yhä houkuttelevammaksi asiakassegmentiksi johtuen isoista pitkistä sopimuksista, joka lisää liiketoiminnan ennustettavuutta. Yhtiö vahvisti lokakuussa julkisen sektorin osaamista [Haallas-yritysostolla](#).

Tytäryhtiöiden osalta Siili pyrkii jatkossakin kasvattamaan itse uusia liiketoimintoja sekä ostamaan erikoistuneita yhtiöitä. Liiketoiminnoilla on selkeä terävä fokus, tuotteistetut tarjoomat ja kansainvälistä kasvupotentiaalia. Tähän mennessä portfolio-strategian onnistumisia ovat olleet Siili Auto, Vala Group sekä Robocorp, joka eteni onnistuneeseen exitiin. Robocorp jatkaa edelleen Siilin tärkeänä yhteistyökumppanina. Siili Auto on noussut takaisin koronan luomien haasteiden jälkeen ja markkinan potentiaali on kiinnostava myös pitkällä aikavälillä.

Kolmantena painopistealueena olevan kansainvälistymisen osalta yhtiö vaikuttaa edelleen hyvin kasvuhakuiselta niin yritysostojen kuin orgaanisen kasvun suhteen. Yhtiöllä on Puolassa yksikkö, joka heijastaa Suomen liiketoiminnan strategiaa ja toimintamallia. Lisäksi Superchargella on Unkarissa toteutus ja useampi myyntitoimisto kansainvälisesti. Tavoitteena on ostaa useita uusia digitaalisia palvelukehitysyrityksiä, arviomme mukaan pääosin Euroopasta.



## Strategian painopisteet:



Siilin kasvun painopiste on laaja-alaisten digitaalisten palvelujen suunnittelussa ja kehittämisessä sekä julkisen sektorin liiketoiminnan kasvattamisessa



Tytäryhtiöiden liiketoiminnoissa kilpailuetua haetaan erikoistuneiden yksiköiden kautta



Kansainvälistymisen kiihdyttäminen

## Siilin kasvuajurit:

### Orgaaninen kasvu

- Rekrytoinnit
- Laskutusasteet
- Asiakashinnat

### Yritysostot

- Kansainvälinen laajentuminen
- Osaamisportfolion laajentaminen
- Strukturoinnista riippuen pääomistus tai kokonaan hankinta

# Strategia ja taloudelliset tavoitteet 2/4

Kansainvälistyminen on ollut sektorin yhtiöillä yleisesti haastavaa. Tämä johtuu muun muassa siitä, että uuden markkinan avaaminen vaatii usein merkittäviä investointeja, eikä yhtiöillä ole uusilla markkinoilla osaaja- ja asiakashankintaan vastaavaa tunnettuutta kuin kotimarkkinalla. Siten yritysostot ovat luontainen reitti laajentumiseen. Investointien korkeita riskejä vastaan tulee luonnollisesti onnistumisen tuottopotentiaali. Siilin Supercharge-yritysosto on hyvä esimerkki onnistuneesta maantieteellisestä laajentumisesta yritysoston kautta, mikä samalla toi uutta osaamista myös yhtiöön.

## Kunnianhimoisemmat, mutta realistiset taloudelliset tavoitteet vuosille 2023-2026

Siili tavoittelee 20 %:n vuosittaista liikevaihdon kasvua vuosina 2023-2026, josta orgaanisen kasvun osuus on noin puolet. Yhtiö tavoittelee kasvua 1) Suomessa nykyisissä asiakkaissa ja vahvemmin julkisella sektorilla, 2) kansainvälisissä asiakkaissa erityisesti Siili Auton ja Superchargen kautta 3) yritysostojen kautta. Yhtiö ei edellisellä strategiakaudella päässyt 10 % vuosittaiseen orgaanisen kasvun tavoitteeseen, mutta on tänä vuonna hyvin tavoitteiden mukaisella orgaanisen kasvun radalla. Lähivuosina odotamme orgaanisen kasvun jäävän hieman tavoitteista ja kokonaisuutena 20 %:n kasvutavoite vaati uusia yritysostoja.

Kannattavuuden osalta Siilin EBITA-% tavoite on 12 % liikevaihdosta, mikä on sektorin keskimääräistä tasoa korkeampi (sektori 2021: 10 %). Aikaisemmin yhtiön tavoite oli 10 %:n EBITA-%. Yhtiön

kannattavuus on parantunut nyt reilu 3 vuotta peräkkäin ja nousi Q1:llä 12 %:iin, ja odotamme 11 %:n EBITA-%:a vuonna 2022. Näemme potentiaalia strategian mukaiseen ja kestävästi korkeampaan kannattavuuteen (~12 %, kuten Q1'22:llä), mutta odotamme yhtiöltä lisää näyttöjä Suomen toimintojen käänteen jatkumisesta ja muiden liiketoimintojen vahvan tekemisen jatkumisesta, ennen korkeampia kannattavuusennusteita. Arvioimme mukaan kansainväliset toiminnot ajavat kannattavuutta ja Suomen toiminnot rajoittavat vielä strategian tavoitteen saavuttamista.

Osinkopolitiikkana yhtiöllä on jakaa 30-70 % tuloksesta osinkoina. Arvioimme yhtiön panostavan yritysostoihin ja olevan osinkohaarukan alalaidalla lähivuosina.

## Kansainvälistyminen vetää tuloskasvua

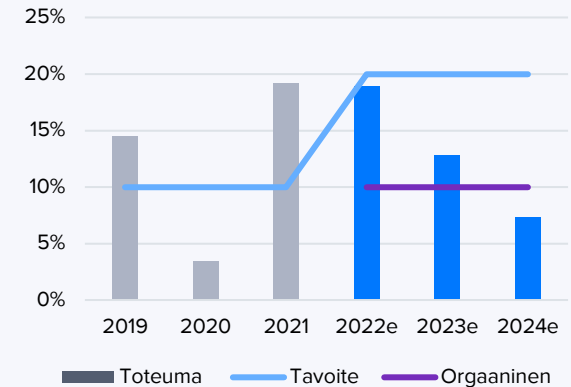
Siilin kansainvälinen liiketoiminta oli vuoteen 2020 asti käytännössä pelkästään Siili Auton toimintaa, joka kärsi voimakkaasti koronan aiheuttamasta epävarmuudesta. Siili Auto toimii hyvin autonomisena yksikkönä ja liiketoiminta kasvaa nopeasti ja tulorahoitteisesti. Autoteollisuuden digitalisoituminen on merkittävä kasvumahdollisuus, johon Siili pyrkii iskemään yhdistämällä luovuuden ja teknologiaosaamisen.

Autoteollisuuden perinteisesti sulkeutuneen arvoketjun haasteita Siilin kaltaiselle edelleen suhteellisen uudelle toimijalle ovat vaativat, vahvan neuvotteluvoiman ostajat ja niiden haastavat, korkean riskin tuotekehityshankkeet. Vahvaa kysyntää ja kasvua sektorilla on varmasti, mutta kohdemarkkina on hyvin vaativa.

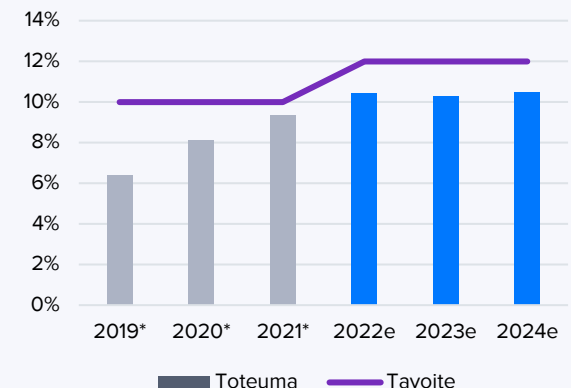


## Taloudelliset tavoitteet

Liikevaihdon kasvu



Kannattavuus - EBITA-%



# Strategia ja taloudelliset tavoitteet 3/4

Yhtiö vauhditti kansainvälisten toimintojen kasvua avaamalla Puolaan uuden liiketoiminnan vuonna 2020 lopussa. Yhtiö näkee Puolan osaajamarkkinan hyvin mielenkiintoisena ja vaikka siellä myös on palkkataso noussut, niin se on edelleen houkutteleva near-shore markkina, josta toimittaa korkeamman asiakashinnan markkinoihin. Lisäksi Supercharge-yritystoston myötä Unkariin avautui matalakustanteista toimituskapasiteettia ja myyntitoimistot houkuttelevan hintapisteen markkinoille kuten Iso-Britanniaan.

Arvioimme yhtiön kansainvälisten toimintojen vetävän tuloskasvua lähivuosina. Arvioimme mukaan autoliiketoiminta on Siilin osa, joka olisi yhtiöstä helposti irrotettavissa ja exit on pitkällä aikavälillä yhtiölle relevantti mahdollisuus. Unkarin (Supercharge) ja Puolan yksiköt ovat vahvemmin sidoksissa yhtiön ydinliiketoimintaan ja näissä näemme selkeitä synergioita kotimaan liiketoimintaan Siilin laajentuessa verkostomaisella toimintamallilla Keski-Euroopan asiakkuuksiin.

## Yrityskaupat

Siilillä on vahva kokemus yrityskauppavetoisesta kasvusta ja yhtiön nyky rakenne on pääosin muodostunut 12 historian aikana tehdystä yrityskaupasta. Yrityskaupoilla on pääasiassa hankittu täydentäviä uusia osaamisalueita, joiden kautta ovat muotoutuneet yhtiön nykyiset palvelualueet. Yrityskaupat ovat olleet pääasiassa melko pieniä ja ne on integroitu historiassa tiiviisti. Yhtiön viimeisimmät yritysjärjestelyt ovat rakenteeltaan pääosin erilaisia ja näissä yhtiö on ostanut vain enemmistöosuuden ostokohteista. Tämä kaupan strukturointi on osoittautunut

toimivaksi VALA Group ja Supercharge yritysostoissa. Myös muilla sektorin toimijoilla vastaavat mallit ovat toimineet, kun kohdeyhtiön avainhenkilöillä on vahvemmat kannusteet edelleen kehittää yhtiötä. Viimeisimmässä Haallas-yritystostossa ostettiin kuitenkin koko osakekanta.

Siili on historiassa noudattanut hyvää kurinalaisuutta yritysostojen arvostuksissa. Kohteiden ostohinnat EBITDA-kertoimella tarkasteltuna ovat olleet suhteellisen maltillisia ollen 3x-8x tasolla.

Strategian viestien ja taloudellisten tavoitteiden perusteella Siili on selkeästi aktiivinen yritysostoissa. Yhtiö on rekrytoinut yritysjärjestelyvastaavaan ja alkanut myös itse kartoittaa potentiaalisia ostokohteita. Arvioimme uusien ostojen voivan kohdistua kotimaahan tai ulkomaille. Kansainvälisesti yhtiö tavoittelee hyvin johdettuja yhtiöitä, samankaltaisella strategialla kuin Siilillä Suomessa tai lisää toimituskapasiteettia Puolasta. Yhtiö tavoittelee 1-2 yritysostoa vuodessa, jotta ostokohteet eivät olisi liian isoja ja riskit paremmin hallittavissa.

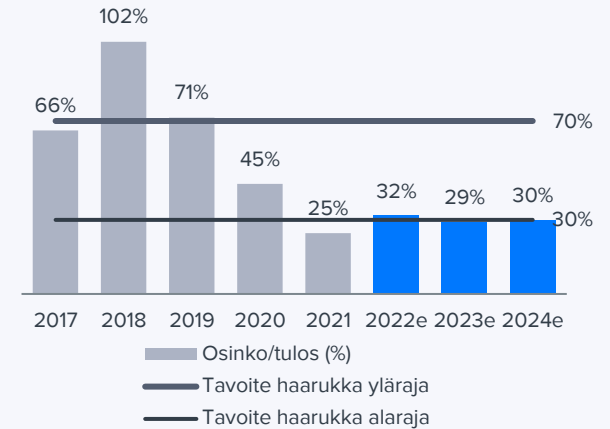
Tärkeimmät yritysostokriteerit ovat yhtiön mukaan kulttuurien yhteensopivuus, terve liiketoiminta ja arvostustaso. Näkemyksemme mukaan ilman kulttuurien yhteensopivuutta yritysjärjestelyä on hyvin vaikea saada onnistumaan.

Siilin malli mahdollistaa rakentaa toimintoja myös itsenäisenä ja luonnollinen polku jossain vaiheessa voi olla myös irtautuminen. Siili teki todella hyvän yli 30-kertaisen tuoton irtautumisessa, kun yhtiö myi RoboCorp Technologies, Inc. -yrityksen vähemmistöomistuksensa.

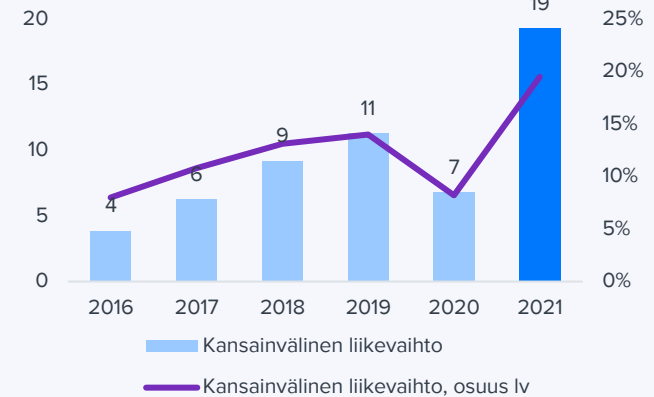


## Taloudelliset tavoitteet

### Osinko/tulos (%)



### Kansainvälinen liikevaihto



# Strategia ja taloudelliset tavoitteet 4/4

## Lokakuun yritysostolla vahvistettiin julkisen sektorin osaamista

Haallas on designiin, teknologiaan ja dataan erikoistunut yritys, joka toimii Joensuussa, Oulussa, Lappeenrannassa ja Helsingissä. Haallaksella on vahva jalansija julkisen sektorin digitalisaatioissa. Yhtiön palveluksessa on yli 50 henkilöä. Haallas irtautui Valamis Groupista, jossa se yhtiöitettiin tänä vuonna.

Kauppa on hyvin strukturoitu ja koostuu 3,75 MEUR:n kiinteästä kauppahinnasta sekä mahdollisesta lisäkauppahinnasta, jonka suuruus määräytyy vuoden 2022 tilinpäätöksen perusteella. Lisäkauppahinta on toteutuessaan enintään 5,25 MEUR ja se maksetaan tilikaudella 2023. Kaupan arvostus on nyt maksetulla hinnalla halpa, mutta lisäkauppahinta on iso osa ja lankeaa luultavasti ainakin osittain maksuun. Mikäli lisäkauppahinta pitää maksaa kokonaan ja liiketoiminta ei ole kehittynyt positiivisesti vuonna 2022 niin kaupan arvostus on kireä. Koko kommentti luettavissa [tästä](#).

## Annin myötä entistä paremmin liikkumavaraa yritysostoihin, myös Haallas-kaupan jälkeen

Yhtiö keräsi kesällä suunnatulla annilla 15 MEUR bruttovarat vauhdittaakseen epäorganista kasvua. Anti tehtiin näkemyksemme mukaan kuitenkin matalalla arvostustasolla ja näin omistaja-arvon luonti on hieman haasteellisempää. Transaktio oltaisiin voitu tehdä mahdollisen yritysoston toteutushetkellä, mikä olisi myös mahdollisesti sitouttanut ostokohteen omistajat. Näkemyksemme mukaan yhtiön tulisi löytää

mielellään alle 9x EV/EBIT-kertoimella toteutettava transaktio, jotta osto olisi todennäköisemmin omistaja-arvoa luova nykyisille omistajille. Kaupan maksuvälineenä yhtiö voi edelleen käyttää myös omaa osaketta ostokohteen löytyessä.

Siilillä on arviomme mukaan Haallas-yritysoston jälkeen edelleen liikkumavaraa uusille yritysostoille.

## Vähemmistöomistajien mahdollinen lunastus

Siili omistaa VALA Groupista nyt noin 81 %, kun yhtiö osti 21 % lisää vuonna 2021. Yhtiön palveluksessa jatkavilla vähemmistöomistajilla on oikeus luopua omistuksestaan vuosittain vuoden 2022 jälkeen. Myös Siilillä on tiettyjen ehtojen täyttyessä osakkeita koskeva lunastusoikeus. Näkemyksemme mukaan riskit loppujen lunastamisessa voivat kuitenkin hyvin olla saavutettuja hyötyjä suurempi, mikäli liiketoiminta edelleen on riippuvainen vähemmistöomistajista.

Superchargesta Siili omistaa edelleen 55 %. Pidämme hyvin mahdollisena, että yhtiö tulee lunastamaan ”VALA Group”-tyyppisesti lisää omistusta, mutta ei koko loppuosuutta. Näin Superchargen perustajilla ja nykyisillä vähemmistöomistajilla olisi edelleen vahvemmat kannusteet kehittää yhtiötä. Lunastus osakkeista voidaan tehdä vaihteittain vuosien 2024–2026 aikana. Hankittaessa kauppahinta määräytyy Superchargen vuosien 2023–2025 kannattavuuden perusteella. Johdon kommenttien perusteella lunastuksen arvostuskertoimet ovat ”toimialan normaalitasoa”, mikä näkemyksemme mukaan on EV/EBIT 9-10x.



## Siilin yrityskaupat

Comvise Oy	2012	2013
Liikevaihto, MEUR	1,7	1,8
EBITDA, MEUR	0,4	0,6
EBITDA-%	24 %	33 %
EV/Liikevaihto	1,2	1,1
EV/EBITDA	4,9	3,3

Codebakers Oy	2013	2014
Liikevaihto, MEUR	3,3	3,3
EBITDA, MEUR	0,0	0,3
EBITDA-%	-1 %	9 %
EV/Liikevaihto	0,5	0,5
EV/EBITDA	neg.	5,6

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

Strombit	2016
Liikevaihto, MEUR	0,5
EBITDA, MEUR	0,1
EBITDA-%	12 %

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


Vala Group	2017	2018
Liikevaihto, MEUR	5,8	7,2
EBIT	1,4	1,5
EBIT-%	24 %	21 %
EV/Liikevaihto enint.	1,7	
EV/EBIT enint.	7,3	

Supercharge	2019	2020e
Liikevaihto, MEUR	7,5	9,4
EBITDA, MEUR	1,8	2,1
EBITDA-%	24 %	22 %
EV/Liikevaihto enint.	2,2	1,8
EV/EBITDA enint.	9,3	8,1

Haallas	2021
Liikevaihto, MEUR	5,8
EBITDA, MEUR	0,9
EBITDA-%	16 %
EV/Liikevaihto	0,6x-1,6x
EV/EBITDA	4x-10x



# Siilin erot lähimpiin listattuihin verrokkeihin

	<b>GOFORE</b>	<b>VINCIT</b>	 <b>SIILI</b>
<b>Profiili / lähestymiskulma markkinaa</b>	Digitaalisen muutoksen johtaminen ja toteutus	Ohjelmistokehityksen huippuasiantuntija, vahva teknologiaosaaja. Bilot-fuusion myötä myös ERP osaamista	Digitaalisen kokemuksen kehittäminen designia, dataa ja ohjelmistokehitystä yhdistäen. Portfolioyrityksissä itsenäisiä kasvuliiketoimintoja.
<b>Ydinpalvelualueet</b>	Ohjelmistojen kehittämisen palvelut Digitalisaation neuvonantopalvelut Laadunvarmistuksen palvelut	Palvelumuotoilu Digitaalisten palveluiden kehitys ERP osaaminen Ohjelmistoylläpito	Design Digitaalisten palveluiden kehitys Ohjelmistokehitys ja ylläpito Data ja analytiikka Laadunvarmistus
<b>Asiakaskunta</b>	Julkishallinto 60 %, Top 5 asiakasta vastaa 31 % liikevaihdosta	Hajautunut, useat eri kokoluokat Julkishallinnon rooli pieni, mutta kasvava Ei raportoi jakaumaa	Painottuu suuryrityksiin Julkishallinnon rooli pieni, mutta kasvava
<b>Kansainvälistyminen</b>	Yhtiö hakee kasvua erityisesti Saksassa, mutta myös Espanjassa sekä Virossa toimintaa 9 % liikevaihdosta	Yhdysvallat 17 % liikevaihdosta	Keski-Eurooppa ja USA 24 % liikevaihdosta
<b>Liiketoimintamalli</b>	Puhdas asiantuntijayritys, vahvasti tuntilaskutukseen painottuvaa myyntiä	Pääosin tuntilaskutusta Ylläpitosopimusten rooli kasvussa	Tuntilaskutteista asiantuntijatyötä sekä tuntilaskutukseen perustuvia projektitoimituksia
<b>Pitkän aikavälin kasvu- ja kannattavuus-tavoitteet</b>	>20 % kasvu, josta noin puolet orgaanista 15 % EBITA-%	Julkaisee tavoitteet Q4:llä	20 % kasvu, josta noin puolet orgaanista 12 % EBITA-%
<b>Vuoden 2022 tavoitteet</b>	Ei ohjeista, mutta kuukausittaisten liiketoimintakatsausten myötä markkinoilla hyvä näkyvyys	Ohjeistaa liikevaihdon olevan ~84 MEUR ja oik. liikevoitto-%:n yli 6,0 %	Siilin ohjeistus indikoi liikevaihdon ja tuloksen kasvua
<b>Alueellinen painopiste (Suomi)</b>	Tampere Helsinki Turku Jyväskylä	Tampere Helsinki Turku Oulu	Helsinki Oulu Tampere Seinäjoki
<b>Henkilöstö Q3'22</b>	1126	844	994

# Historiallinen kehitys 1/2

## Vahvaa kasvua vuodet 2010-2019

Siilin liikevaihto kasvoi erittäin vahvasti 8 MEUR:sta 99 MEUR:oon vuosina 2010-2021. Keskimääräinen vuotuinen kasvu oli näin 26 %. Yhtiön orgaaninen kasvu on ollut vuosittain keskimäärin arviolta noin 20 %. Kasvua on tukenut 11 yritysostoa arviolta noin 37 MEUR:lla. Kannattavuus (EBITDA-%) on samaan aikaan ollut vakaana 9-12 % tasolla vuoteen 2017 asti. Taso on ollut sektoriin nähden tyydyttävä. Kannattavuuden haasteena on ollut se, että Siiliä itseään kannattavampien yritystokohteiden ostaminen ei koskaan heijastunut Siilin omiin marginaaleihin. Tämä johtui arviomme mukaan ajoittain haastavista integraatioista, vaikka yrityskauppavetoinen kasvu on muutoin ollut vahvasti arvoa luovaa.

Vuonna 2018 Siili oli kasvanut ulos rakenteistaan ja joutui laittamaan perusteita uuteen kuntoon seuraavaan kasvuvaihetta varten, minkä takia vuosien 2018-2019 EBITA-kannattavuus 5 % ja 6 % jäi vaatimattomaksi. Vuonna 2018 ostetun VALA Groupin vahvasta 2019 tuloksesta (EBIT 2,1 MEUR) oikaistuna Siilin muiden toimintojen EBITA-% jäi noin 4 %:n tasolle, kun monet sektorin verrokkit pääsivät 10-15 % tasoille.

## Kannattavuusparannusten uralla notkahduksen jälkeen

Vuoden 2018 kannattavuusnotkahduksen jälkeen Siili on tehnyt määrätietoista työtä kannattavuuden parantamiseksi ja konsernin EBITA-% on noussut 6,8 %:n tasolta 9,3 %:n tasolle vuonna 2021. Osittain tähän vaikuttaa vuosina 2018 ja 2021 hankitut VALA Group ja Supercharge, jotka ovat koko muuta konsernia selkeästi kannattavampia sekä ovat kasvaneet nopeasti. Mikäli Supercharge

oikaistaisiin vuoden 2021 luvuista pois niin Siili olisi tehnyt 8,3 %:n EBITA-marginaalin, joka vastaa suurin piirtein vuoden 2020 tasoa. Ottaen huomioon Siili auton vuoden 2020 ongelmat ja VALAn oletettu vahva kehitys, vaikuttaisi siltä, että Suomen liiketoiminnassa olisi vielä lievää tehostuspotentiaalia.

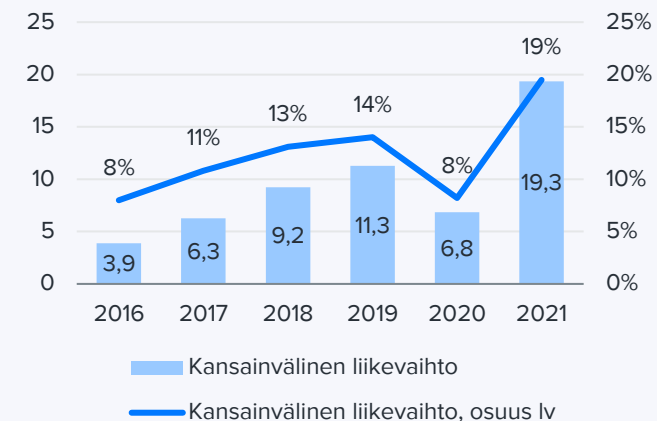
Autoteollisuuden arvoketjun äkkijarrutus koronan johdosta iski selkeästi Siilin Auton liiketoimintaan, millä oli oletettavasti selkeä vaikutus myös konsernitason kannattavuuteen vuonna 2020. Käsityksemme mukaan 2020 jarrutuksen jälkeen kysyntätilanne kääntyi jälleen hyväksi vuonna 2021. Kansainvälisen liikevaihdon nopean kasvun jatkuessa Siilillä on nähdäksemme yhä kannattavuusparannuspotentiaalia nykyisistä ennätystasoista (H1'22 EBITA-%: 11 %) ja lisäksi, kun otetaan huomioon, että Suomen kannattavuus vaikuttaisi olevan vielä melko matalalla tasolla.

Suomen ydintoimintojen kulurakenne ja tarjoama rajoittaa näkemyksemme mukaan osin kannattavuuspotentiaalia lähimpiin verrokkeihin nähden. Keskeisinä syinä ovat yhtiön osaajien painottuminen seniorimpiin resursseihin ja pääkaupunkiseudulle, mikä vaikuttaa kulurakenteeseen, mutta ei heijastu vastaavasti asiakashintoihin. Tähän ratkaisun tarjoaisi siirtymä vahvemmin ratkaisumyyntiin ja pois resurssitoimittajan myynnistä mihin yhtiö pyrkiikin pitkällä aikavälillä. Lisäksi yhtiö on avannut viimeisen kahden vuoden aikana useita toimistoja pääkaupunkiseudun ulkopuolella, mikä ajan myötä parantaa kulurakennetta ja näin kannattavuuspotentiaalia.

## Liikevaihdon ja kannattavuuden kehitys



## Kansainvälinen liikevaihto



# Historiallinen kehitys 2/2

## Tase erittäin vahvassa kunnossa annin jälkeen

Siilin tase on erittäin vahvassa kunnossa ja valmis yritysjärjestelyiden tekemiseen, joista saatiinkin juuri hiljattain esimakua, kun Siili osti Haallas Finland Oy:n. H1'22 lopussa yhtiön omavaraisuusaste oli 41 % ja nettovelkaantumisaste (pois lukien yrityskauppojen ehdolliset vastikkeet ja IFRS-16 vuokravelat) -62 %. Yhtiöllä oli rahavaroja 37 MEUR ja korollisia velkoja 13 MEUR. Yhtiön nettokassa oli siis noin 24 MEUR, josta voidaan vähentää arvioimamme 6 MEUR, joka käytetään Haallas Finland Oy:n oston.

Siili toteutti kesäkuussa suunnatun osakeannin rajatulle joukolle kotimaisia ja kansainvälisiä institutionaalisia sijoittajia. Siili keräsi osakeannilla yhteensä 14,6 MEUR:n bruttovarat. Siili toteutti annin nähdäksemme matalalla arvostuksella (alle 2022e EV/EBIT 9x) ja pidimme antia yllättävänä, kun huomioidaan Siilin terve tase, vahva kassavirta ja osakkeen nykyinen hyvin matala arvostus. Anti on varautumista yritysjärjestelyihin. Yhtiö on kuitenkin historiassa toteuttanut onnistuneesti yritysostoja, mikä toisaalta lisää luottamusta järkevään pääoman allokoointiin.

Siilin tase on vahva, mutta se ei ole aivan yhtä likvidi kuin miltä se näyttää sillä Unkarista ei mahdollista siirtää varoja muuten kuin osinkoina. Tämän johdosta meillä ei ole täyttä näkyvyyttä siihen paljonko rahavaroista olisi "heti käytettävissä". Vaikutus on ymmärryksemme mukaan kuitenkin pieni. Tämän lisäksi Siilin täytyy olla varautunut lisäkauppahintojen maksuun VALA:sta ja Superchargesta, koska myyjillä on myös optio halutessaan myydä, jolloin Siilin on pakko lunastaa osuus.

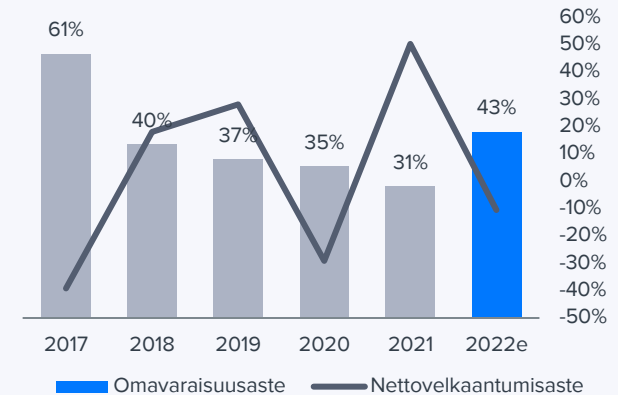
Konsernin lukuja sekoittaa jossain määrin Supercharge ja VALA Group, joista Siili omistaa tällä hetkellä 55 % ja 81,4 % ja jotka on yhdistelty täysimääräisesti konsernin lukuihin johtuen sopimusten myynti- ja osto-optioista.

Siillä sekä Supercharge Holding Zrt:llä on oikeus toteuttaa kauppa lopuista 45 %:sta Superchargen osakkeista vaiheittain vuosien 2024–2026 aikana. Kauppahinta määräytyy Superchargen vuosien 2023–2025 kannattavuuden perusteella. Hankintahetkellä Superchargesta kirjattiin 7,6 MEUR ehdollinen lisäkauppahinta taseeseen. H1'22:llä käypä arvo oli noin 7,1 MEUR, johon oli vaikuttanut pääasiassa Unkarin valuuttakurssivaihtelut.

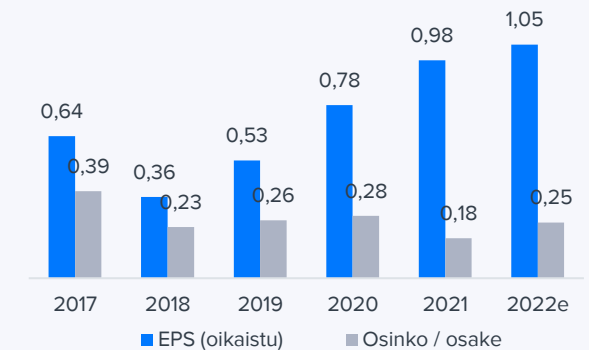
VALA Groupin lopuista 18,6 %:sta laadittiin edellisen lunastuksen yhteydessä (vuonna 2021) uusi sopimus, jonka mukaan vähemmistöomistajilla on oikeus luopua omistuksestaan vuosittain vuoden 2022 jälkeen. Myös Siillä on tiettyjen ehtojen täytyessä osakkeita koskeva lunastusoikeus. Tästä kirjattiin 6,1 MEUR lisäkauppahintavelka. H1'22:llä käypä arvo oli noin 7,0 MEUR, joka viittaa VALAN jatkaneen vahvaa kehitystä.

Siillä on taseessaan noin 5 MEUR edestä yrityskauppoihin liittyviä aktivoituja asiakassuhteita, joista syntyy noin 1,3 MEUR:n vuotuiset tulosta rasittavat poistot. Oikaisemme tämän poistoerän sekä muut aineettomat poistot oikaistun tuloksen laskennassamme, koska ne eivät ole rahavirtavaikutteisia. Liikearvoa taseessa on 28 MEUR sen ollessa suurin omaisuususerä rahavarojen kanssa 97 MEUR:n taseen loppusummasta. Liikearvon syntyminen kevyillä taseilla operoivien asiantuntijayritysten ostoissa on normaalia.

## Taseen avainlukujen kehitys



## EPS ja osinko



Lähde: Inderes

# Ennusteet 1/2

## Liiketoimintamallin ennustettavuus

Siilin liiketoimintamalli on isossa kuvassa hyvin yksinkertaista asiantuntijamyyntiä. Hyvässä kysyntäympäristössä käytännössä edellisen 6 kuukauden nettorekrytointien määrä määrittää yhtiön kykyä kasvaa orgaanisesti seuraavan 6 kuukauden aikana, minkä lisäksi laskutusasteet ovat keskeinen muuttuja kasvulle ja etenkin kannattavuudelle. Liiketoimintamallin keskeisenä ajurina on saada oikea asiakaskysyntä ja oikeat asiantuntijat kohtaamaan.

Kannattavuudessa keskeisiä määrittäviä tekijöitä ovat palkkakustannukset, asiakashinnat, projektinhallinnan onnistuminen (pääosa tunti-laskutusta) sekä laskutusasteet, mihin vaikuttaa myös osajien vaihtuvuus. Omien asiantuntijoiden lisäksi Siili käyttää myös alihankkijoita (Siili One), mikä tuo joustavuutta liiketoimintaan, mutta kate on tyypillisesti omia osajia matalampi.

Siili ei kannata olennaisia projektiriskejä liiketoiminnassaan, mutta käytännössä alalla ongelmaprojektit paikataan usein tekemällä laskuttamatonta työtä tai hintojen alennuksilla, jotta asiakassuhde saadaan turvattu. Erityisesti suurempiin asiakkaisiin ja hankkeisiin siirryttäessä projektirisakit korostuvat, minkä takia pienimmillä toimijoilla ei ole riskinottokykyä tai riittävää volyyymiä lähteä suurimpiin hankkeisiin.

Siilin vähemmistö-omistukset konsolidoidaan kokonaan tuloslaskelmaan ja taseeseen. Yhtiö omistaa noin 81 % VALA Groupista ja 55 % Superchargesta.

## Hyvää tuloskasvua kansainvälisten toimintojen vetämänä vuonna 2022

Siili ohjeistaa liikevaihdon olevan 102-117 MEUR ja oikaistun liikevoiton (EBITA) 10-13 MEUR vuonna 2022.

Olemme pitäneet ennusteet ennallaan. Ennustamme liikevaihdon kasvavan vuonna 2022 19 % 118 MEUR:oon, pääosin orgaanisesti. Näin odotamme liikevaihdon ylittävän hienoisesti ohjeistuksen. Orgaanista kasvua ajaa arviomme mukaan vahvat rekrytoinnit ja laskutusasteiden nousu. Maantieteellisesti kasvua vetää kansainvälinen liiketoiminta, mutta myös kotimaan toiminnot kasvavat.

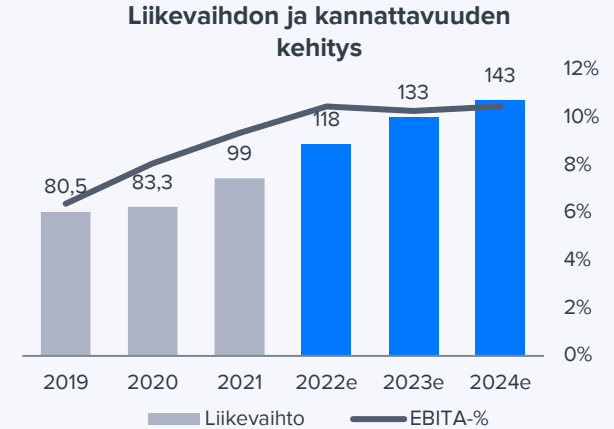
Odotamme EBITAn nousevan 12,3 MEUR:oon tai 10,5 %:iin liikevaihdosta (2021: 9 %).

Kannattavuusparannusta ajaa nousevat laskutusasteet Suomessa ja paremman kannattavuuden Superchargen kasvu.

Alemmilla tulosriveillä oikaisemme tuloksesta yrityskauppojen aineettomat PPA-poistot (noin 1,7 MEUR vuodessa), joiden oikaisemista pidämme perusteltuna vertailukelpoisuuden takia sekä siksi, ettei niillä ole kassavirtavaikutusta.

## Vuodet 2023-2024

Siili päivitti Q2:lla pitkän aikavälin tavoitteet (2023-26) ja tavoittelee 20 %:n kasvua, josta orgaanisen kasvun osuus on noin puolet. Kannattavuuden osalta Siilin EBITA-% tavoite on 12 % liikevaihdosta, mikä on sektorin keskimääräistä tasoa korkeampi (sektori 2021: 10 %).



Tuloslaskelma	2021	2022e	2023e	2024e	2025e
<b>Liikevaihto</b>	<b>99,3</b>	<b>118</b>	<b>133</b>	<b>143</b>	<b>152</b>
Käyttökate	12,0	15,5	16,5	18,1	19,4
<b>Liikevoitto ilman kertaeriä</b>	<b>9,3</b>	<b>12,3</b>	<b>13,7</b>	<b>14,9</b>	<b>16,2</b>
Liikevoitto	7,6	10,7	12,0	13,2	14,5
Tulos ennen veroja	6,4	8,4	10,6	12,0	13,5
Nettotulos	5,1	6,4	8,5	9,6	10,8
<b>EPS (oikaistu)</b>	<b>0,98</b>	<b>1,05</b>	<b>1,25</b>	<b>1,39</b>	<b>1,54</b>
<b>EPS (raportoitu)</b>	<b>0,73</b>	<b>0,84</b>	<b>1,04</b>	<b>1,18</b>	<b>1,33</b>

Tunnusluvut	2021	2022e	2023e	2024e	2025e
<b>Liikevaihdon kasvu-%</b>	19,2 %	18,9 %	12,8 %	7,3 %	6,1 %
<b>Oikaistun liikevoiton kasvu-%</b>	37,7 %	33,0 %	10,8 %	9,3 %	8,4 %
<b>Käyttökate-%</b>	12,1 %	13,2 %	12,4 %	12,7 %	12,8 %
<b>Oikaistu liikevoitto-%</b>	9,3 %	10,5 %	10,3 %	10,5 %	10,7 %
<b>Nettotulos-%</b>	5,2 %	5,4 %	6,4 %	6,7 %	7,1 %

Lähde: Inderes

# Ennusteet 2/2

Vuosina 2023-2024 ennustamme yhtiön kasvavan 7-9 % orgaanisesti, mikä on yleistä IT-palvelusektoria parempi vauhti. Kasvuvauhti on samalla hieman alle yhtiön kunnianhimoisen noin 10 %:n orgaanisen kasvuvauhdin. Yli 10 %:n kasvu on nykymarkkinassa, kestävästi ja Siilin kokoluokassa jo erinomainen suoritus. Yksittäisinä vuosina se on kuitenkin mahdollista, kuten vuonna 2022e.

EBITA-kannattavuuden odotamme olevan reilu 10 %:n tasolla vuosina 2023-24. Siilin kannattavuuden ajureita on keskipitkällä ja pitkällä aikavälillä onnistuminen digitaalisen kokemuksen strategiassa, joka nostaisi yhtiötä arvoketjussa ja perustelisi korkeamman asiakashinnoittelun. Lisäksi lyhyemmällä aikavälillä koronan myötä asiakkaiden suhtautuminen etätyöhön mahdollistaa paremmin maiden yli ”nearshore”-tyyppisen tekemisen, mikä lisää joustavuutta ja parantaa laskutusasteita. Kulurakenteen osalta kasvu pääkaupunkiseudun ulkopuolisissa yksiköissä ja senioriteettijakauman leventäminen mahdollistaa kustannustehokkaamman resursoinnin.

Siilin kannattavuusennusteemme heijastelee sektorin keskimääräistä tai hienoisesti parempaa tasoa. Yhtiö saa lisäksi vahvaa myötätuulta Superchargen arviomme mukaan vahvasta kannattavuudesta ja kun tämän osuus liikevaihdosta kasvaa alkaa se vahvemmin tukea myös konsernin kannattavuutta. Siilin on vielä todistettava yhtiön uuden rakenteen kestävä tehokkuus ja kansainvälisen liiketoiminnan jatkuva kasvu ennen kuin näemme perustelluksi ennustaa taloudellisia tavoitteita heijastelevaa kannattavuutta.

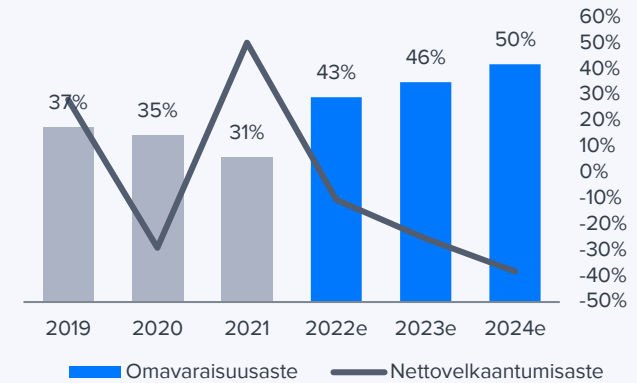
## Pitkän aikavälin ennusteet

Pitkällä aikavälillä Siilin ennusteet riippuvat hyvin pitkälti siitä miten yhtiön kansainvälistyminen jatkuu ja yhtiön mahdollisista uusista yritysostoista, joita emme luonnollisesti sisällytä ennusteisiin, mutta se antaa mielenkiintoisen option. Vuosina 2025-2029 ennustamme Siilin kasvavan 4-6 % vuosittain. Näin kasvu on ennusteissamme hieman markkinakasvua parempaa. Kasvu läpi sektorin rajoittaa etenkin osajien saatavuus ja kannattavuutta palkkainflaatio. Arvioimme EBITA-%:n pysyvän 10 %:n tasolla myös pitkällä aikavälillä. Näin tuloskasvu vetää lyhyellä ja pitkällä aikavälillä ennusteissamme pääosin liikevaihdon kasvu.

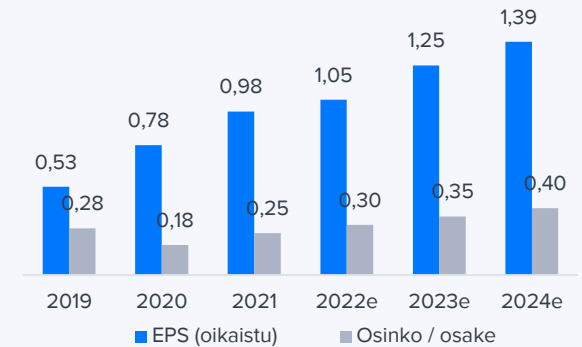
## Tase mahdollistaa annin myötä entistä paremmin yritysostot

Osakeannin myötä yhtiön tase vahvistui entisestään (vajaa 15 MEUR). Lisäksi olemme konsolidoineet Haallas-yritysoston ennusteisiimme arvioimallamme 6 MEUR:n kauppahinnalla. Näin yhtiön nettokassa on ennusteissamme 4 MEUR vuoden 2022 lopulla, mikä mahdollistaa hyvin vähemmistöosuuksien lunastukset ja uudet yritysostot. Lisäksi omavaraisuusaste sekä nettovelkaantumisaste on ennusteissamme 43 % ja -10 %.

## Taseen avainlukujen kehitys



## EPS ja osinko



Lähde: Inderes

# Ennusteet

Tuloslaskelma	2019	2020	H1'21	H2'21	2021	H1'22	H2'22e	2022e	2023e	2024e	2025e
Liikevaihto	80,5	83,3	48,7	50,5	99,3	58,9	59,2	118	133	143	152
Käyttökate	7,1	9,1	5,6	6,5	12,0	8,0	7,5	15,5	16,5	18,1	19,4
Poistot ja arvonalennukset	-3,4	-3,8	-2,2	-2,3	-4,5	-2,3	-2,5	-4,8	-4,5	-4,9	-4,9
Liikevoitto ilman kertaeriä	5,2	6,7	4,3	5,0	9,3	6,4	5,9	12,3	13,7	14,9	16,2
Liikevoitto	3,7	5,3	3,4	4,2	7,6	5,7	5,0	10,7	12,0	13,2	14,5
Nettorahoituskulut	-0,4	1,0	-0,5	-0,6	-1,1	-1,5	-0,9	-2,4	-1,4	-1,2	-1,0
Tulos ennen veroja	3,3	6,3	2,7	3,7	6,4	4,2	4,1	8,4	10,6	12,0	13,5
Verot	-0,8	-1,9	-0,7	-0,5	-1,2	-1,1	-0,8	-1,9	-2,1	-2,4	-2,7
Nettotulos	2,6	4,4	2,0	3,1	5,1	3,1	3,3	6,4	8,5	9,6	10,8
EPS (oikaistu)	0,53	0,78	0,41	0,56	0,98	0,50	0,54	1,05	1,25	1,39	1,54
EPS (raportoitu)	0,36	0,63	0,29	0,45	0,73	0,41	0,43	0,84	1,04	1,18	1,33

Tunnusluvut	2019	2020	H1'21	H2'21	2021	H1'22	H2'22e	2022e	2023e	2024e	2025e
Liikevaihdon kasvu-%	14,4 %	3,4 %	10,7 %	28,7 %	19,2 %	20,8 %	17,1 %	18,9 %	12,8 %	7,3 %	6,1 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%		30,8 %	32,6 %	42,3 %	37,7 %	51,1 %	17,6 %	33,0 %	10,8 %	9,3 %	8,4 %
Käyttökate-%	8,8 %	10,9 %	11,4 %	12,8 %	12,1 %	13,6 %	12,7 %	13,2 %	12,4 %	12,7 %	12,8 %
Oikaistu liikevoitto-%	6,4 %	8,1 %	8,8 %	9,9 %	9,3 %	11,0 %	10,0 %	10,5 %	10,3 %	10,5 %	10,7 %
Nettotulos-%	3,2 %	5,3 %	4,1 %	6,2 %	5,2 %	5,3 %	5,6 %	5,4 %	6,4 %	6,7 %	7,1 %

Lähde: Inderes

# Sijoitusprofiili

## Tuloskasvu vahvemmin liikevaihdon ja kansainvälisten toimintojen vetämää

Siili on ollut menestystarina 2010-luvulla ja yhtiöllä on vahva track-record arvonluonnista sekä kyvystä iskeä IT-markkinan kasvualueisiin yrityskaupoin. Yhtiön sijoitusprofiili on kuitenkin muuttunut tästä aikakaudesta ja yhtiön seuraava kasvupolku rakentuu vahvemmin Suomen rajojen ulkopuolelle, eri osaamisalueisiin ja asiakassegmentteihin. Yhtiön kannattavuus on parantunut jo useamman vuoden ajan ja on hieman sektoria paremmalla tasolla. Näin kannattavuus on jo hyvällä tasolla ja korkeammat ennusteet vaativat lisää näyttöjä kansainvälisestä kasvusta ja kannattavuuden kestävydestä, kun huomioidaan yleisen talouden epävarmat näkymät.

Muiden IT-konsulttien tavoin Siili tarjoaa sijoittajalle mahdollisuuden sijoittaa digitalisaatiotrendiin palveluyhtiön rajatummalla riskitasolla, mikä on yksi selkeimpiä sijoitusprofiilin vahvuuksia.

**Siili asemoituu näkemyksemme mukaan IT-markkinan kasvualueille ja tavoittelee kasvua julkisella sektorilla.** Yhtiön rakentama koko IT-elinkaaren palveluportfolio asemoituu nähdäksemme hyvin markkinakysyntään. Yhtiö on uusinut asiakasviestintää ja terävöittänyt strategiaansa digitaalisen kokemuksen (DX) alueelle. Onnistuessaan yhtiö siirtyy strategisen kumppanin asemaan asiakkaissaan, mikä tukee kasvu- ja kannattavuuskehitystä. Lisäksi yhtiö tavoittelee laajentumista houkuttelevalle julkiselle sektorille, mikä kuitenkin vaatii vielä näyttöjä.

**Markkinalla hyvät pitkän aikavälin kysyntäfundamentit.** IT-palvelumarkkinan kysyntäfundamentit ovat pidemmän aikaa olleet vahvat digitalisaation ajamana. Koko markkina

kasvaa 3-5 %:n vuosivauhtia ja useat Siilin osaamisalueet huomattavasti tätä nopeammin (listattujen mediaani orgaaninen kasvu 5-10% lähihistoriassa). Koronan myötä pitkän aikavälin kysyntäfundamentit vahvistuivat, kun korona pakotti useat nukkuneet toimialat digitalisoitumaan ja vahvistamaan IT-ydintään. Lyhyellä aikavälillä näkymissä on yleisestä taloustilanteesta johtuen kuitenkin epävarmuutta erityisesti yksityisellä sektorilla.

**Kansainvälistyminen ajaa tuloskasvua.** Siili Auto on palautunut hyvin koronasta ja asiakassegmentissä on edelleen merkittävää potentiaalia. Yhtiö vauhditti 2021 kansainvälistä kasvua Supercharge-yritysostolla, mikä on arviomme mukaan jatkanut vahvaa ja kannattavaa kehitystä. Siilin near-shore toiminta Puolassa ja Unkarin yksiköissä mahdollistaa hyvän kasvu- ja kannattavuuspotentiaalain myös jatkossa. Lisäksi mahdolliset uudet liiketoiminta-aihiot ja kansainvälistyminen ovat mielenkiintoisia kasvumahdollisuuksia.

**Vahva tase tarjoaa strategista liikkumavaraa.** Siili on operoinut lähes koko historiansa vahvalla taseella ja nettokassapositionilla. Vahva kassavirta vahvistaa myös jatkuvasti tasetta. Kasvu ei sido juurikaan pääomaa ja näin yhtiöllä jää hyvin liikkumavaraa investointeihin ja yritysostoihin, joiden arvonluonnista yhtiöllä on hyvät näytöt.

## Riskiprofiili

Siilin riskiprofiili on parantunut selvästi viime vuosina, kun tuloskehitys ja kassavirta on ollut hyvää jo pidemmän aikaa.

Yleisellä tasolla Siilin liiketoimintamallin riskiprofiili on maltillinen johtuen palveluliiketoiminnan

luonteesta ja siitä, ettei yhtiö kanna olennaisia projektiriskejä tai kehittä uusia liiketoimintoja kassavirtanegatiivisesti.

Yhtiön liiketoimintarakenne, joka toimii usealla eri yhtiöllä, eri rakenteilla ja eri maissa lisää kuitenkin kompleksisuutta. Rakenteen kompleksisuuden lisääntyessä kasvaa myös riskit fokuksen katoamiselle sekä sille, että heikosti suorituvia liiketoimintoja katsotaan sormien läpi vahvojen liiketoimintojen kompensoidessa kokonaislukuja. Lisäksi Siili Auto toimii sykklisellä markkinalla ja arvoketjuasema on suhteellisen heikko, mikä nostaa riskiprofiilia, vaikka itse automarkkinalla on hyvät pitkän aikavälin näkymät.

Uuden toimitusjohtajan myötä Siilin johtoryhmä on tiivistynyt selvästi, mikä tavallaan lisää tehokkuutta. Samalla yhtiöstä on kuitenkin lähtenyt pois paljon Siili-kokemusta, joka luo viime vuosina nähdyn käänteen jälkeen riskin pieneen epäjatkuvuuteen.

Sijoittajan on hyvä huomioida että vähemmistöosuudet konsolidoidaan kokonaan tulokseen ja taseeseen. Tarkka näkyvyys kyseisiin parametreihin on kuitenkin heikko, mikä luo pientä epävarmuutta Siilin omaan tuloksentekoon ja vaikutuksiin osakkeen arvostuksesta.

IT-palvelusektorin tapaan myös Siilin yleisiä yhtiökohtaisia riskejä on yrityskauppojen onnistuminen ja kansainvälisessä kasvussa onnistuminen. Yhtiö ei historiassa ole kovin hyvin saanut integroitua ostetun yhtiön kannattavuustasoa. Supercharge- ja VALA Group -yritysostoissa tätä riskiä on kuitenkin hyvin hallittu vähemmistöörakenteella ja niin ettei yhtiötä ole integroitu tiukasti Siilin ytimeen.

# Sijoitusprofiili

1.

**Siilin markkinoilla vahvat pitkän aikavälin kasvufundamentit**

2.

**Siilin ydin asemoituu IT-markkinan kasvualueille terävöitetystä strategiasta**

3.

**Kansainvälisissä liiketoiminnoissa selvää kasvupotentiaalia**

4.

**Kasvu ja arvonluonti yritysjärjestelyiden kautta**

5.

**Vahva tase ja kapasiteetti investointeihin**

## Potentiaali



- Siilillä yhä potentiaalia kasvaa selvästi markkinaa nopeammin Suomen IT-markkinassa
- Superchargella on hyvät näytöt kansainvälisestä kannattavasta kasvusta ja tämän jatkuminen luo selvää tulokasvupotentiaalia
- Autoteollisuudessa Siilillä merkittävää kansainvälistä kasvupotentiaalia
- Siilin rooli IT-markkinan konsolidaatiossa voi tarjota omistajille tuottomahdollisuuksia

## Riskit



- IT-markkinan osaajakilpailu vaikeuttaa kannattavaa kasvua
- Siili Auton kysynnän rajut vaihtelut
- Kansainvälistymisen ja yrityskauppojen onnistuminen
- Yleisen taloustilanteen epävarmuus
- Suuri vaihtuvuus johdossa luo riskiä epäjatkuvuudelle



# Arvonmääritys 1/2

## Arvonmääritys

### Vertailuryhmä

Näkemyksemme mukaan Siili tulee asemoida pohjoismaisten IT-palveluyhtiöiden joukkoon. Yhtiö erottautuu kilpailukentässä tytäryhtiörakenteella ja vahvasti kasvavalla kansainvälisellä liiketoiminnalla. Yleisesti suhteellisen homogeenisesta vertailuryhmästä johtuen verrokkit antavat melko vahvaa tukea osakkeen hinnoittelulle ja ohjaavat myös markkinan käyttäytymistä.

Verrokkiryhmässä olemme käyttäneet Inderesin ennusteita seuraamissamme yhtiössä, mikä huomioi liikearvopoistot ja parantaa vertailukelpoisuutta suomalaisten IT-palveluyhtiöiden välillä.

Yleisesti pidämme IT-palveluyhtiöitä 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 (Innofactor ja Digia) ovat onnistuneet transformaatioissa.

Sektorilla suosimme yleisesti oikaistuja EV/EBIT-kertoimia hyvästä vertailukelpoisuudesta ja vahvoista taseista johtuen. Olemme 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. Kuuman yritysjärjestelymarkkinan myötä vahvojen taseiden saaminen tuottavaan työhön on kuitenkin muuttunut haastavammaksi. Näin ollen olemme ottaneet sektorilla arvostuskertoimissa myös P/E-kertoimen vahvemmin EV/EBIT-kertoimen rinnalle.

Siilin tilanteessa VALA Group ja Supercharge -yrityskauppojen vähemmistöosuudet vaikeuttavat kuitenkin arvostuskertoimien vertailtavuutta. Näin tarkastelemme Siilissä ensisijaisesti oikaistuja EV/EBIT-kertoimia, sillä EV huomioi vähemmistöt.

Siilin oikaistut EV/EBIT-kertoimet vuosille 2022-23 ovat 26 ja 34 % alle suomalaisten verrokkien. Näkemyksemme mukaan suhteellinen arvostustaso on hyvin houkutteleva, mutta yleisesti pidämme sektoria aliarvostettuna, mikä hieman heikentää suhteellista vertailtavuutta.

### Arvostuskertoimet

Siilin ennusteissamme oikaisimme yrityskauppojen aineettomat PPA-poistot (~1,7 MEUR vuodessa). Pidämme oikaistuja perusteltuina vertailukelpoisuuden takia sekä siksi, ettei niillä ole kassavirtavaikutusta.

Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	EV/EBIT		P/E	
	2022e	2023e	2022e	2023e
Digia*	11,9	9,9	12,4	11,5
Digital Workforce*				
Gofore*	15,9	12,4	20,2	16,3
Loihde*	10,4	12,3	42,8	25,6
Innofactor*	9,7	8,3	10,8	9,6
Netum Group*	11,4	9,2	15,2	12,2
Nixu*	33,3	12,4	65,3	16,8
Solteq*	32,2	14,7	31,4	18,0
Tietoevry*	9,8	9,3	10,9	10,6
Vincit*	12,0	7,4	14,0	11,2
Witted Megacorp*	143,4	28,4	610,5	42,3
Bouvet	16,3	14,8	20,2	18,4
Enea	19,8	16,9	13,9	25,1
Knowit	14,3	12,8	13,4	13,0
Netcompany Group	23,0	19,4	25,7	21,4
<b>Siili Solutions (Inderes)</b>	<b>8,8</b>	<b>7,3</b>	<b>13,3</b>	<b>11,1</b>
<b>Mediaani kaikki</b>	<b>15,1</b>	<b>12,4</b>	<b>17,7</b>	<b>16,5</b>
<b>Erotus-% vrt. mediaani</b>	<b>-42 %</b>	<b>-41 %</b>	<b>-25 %</b>	<b>-33 %</b>
<b>Mediaani suomalaiset</b>	<b>11,9</b>	<b>11,1</b>	<b>17,7</b>	<b>14,2</b>
<b>Erotus-% vrt. mediaani</b>	<b>-26 %</b>	<b>-34 %</b>	<b>-25 %</b>	<b>-22 %</b>

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

# Arvonmääritys 2/2

Ennusteillamme Siilin vuosien 2022-23 oikaistut EV/EBIT-kertoimet ovat 9x ja 7x. Absoluuttisesti kertoimet ovat hyvin houkuttelevat, erityisesti kun huomioidaan Siilin hyvä kasvu- ja kannattavuustrendi.

Liikevaihtopohjaisella EV/liikevaihto -mittarilla Siiliä hinnoitellaan 0,9x ja 0,8x kertoimilla tälle ja ensi vuodelle. Arvostus on linjassa verrokkeihin, mitä selittää Siilin sektorin keskimääräinen kannattavuus.

## Osakkeen tuotto-odotuksen komponentit

Tarkastelemme Siilin osakkeen tuotto-odotusta tuloskasvun, osinkotuoton ja hyväksytyjen arvostuskertoimen näkökulmasta.

Arviomme mukaan yhtiöllä on lähivuosina edellytykset noin 10 %:n vuotuisen tuloskasvuun (vuoden 2022e tasoon nähden) pääosin liikevaihdon, mutta myös kannattavuuden nousun vetämänä.

Osinkoennusteillamme osinkotuotto on 2 %:n tasolla. Vahva rahavirta antaa hyvät edellytykset suhteellisen korkeaan voitonjakoon, mutta arvioimme yhtiön edelleen pyrkivän myös epäorganiseen kasvuun. Voitonjakosuhte on ennusteissamme ~30 % tuloksesta.

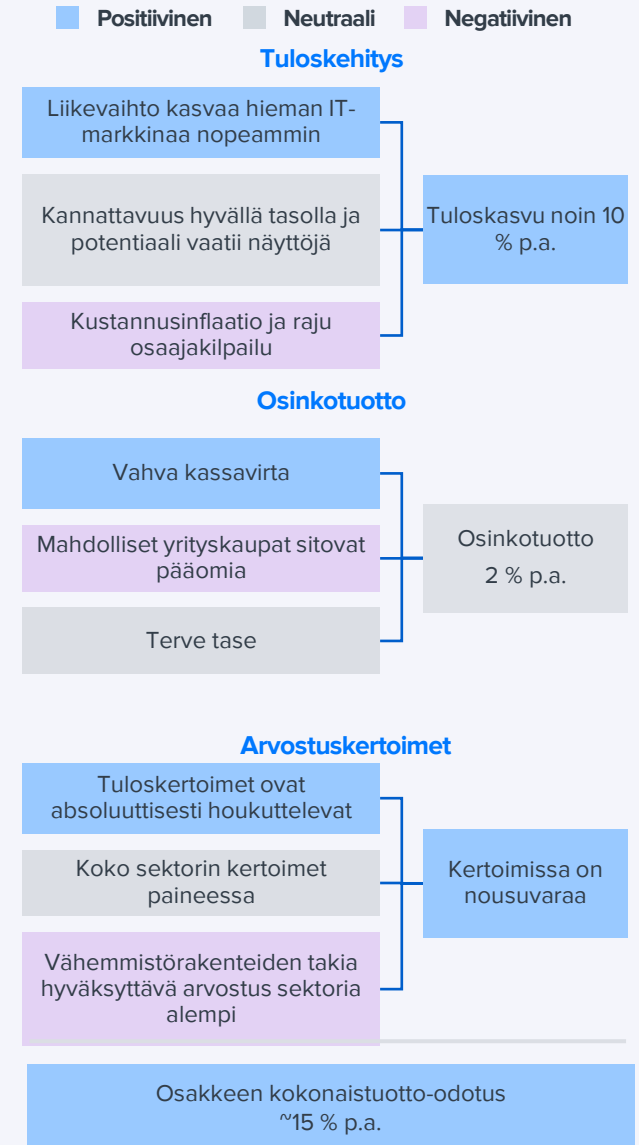
Tuotto-odotus, joka muodostuu tuloskasvusta (~10 %) ja osinkotuotosta (2 %) ja kertoimien nousuvarasta on näkemyksemme mukaan houkutteleva (~15 %) ja yli oman pääoman tuottovaateen.

## DCF-analyysi

DCF-mallimme arvo Siilin osakkeelle on 18,8 euroa. Arvioimme mallissa yhtiön kasvavan lähivuodet orgaanisesti hieman IT-markkinaa nopeammin ~7 %:n vauhtia yhtiön asemoituessa markkinan sisällä kasvualueille ja nopeasti kasvavien kansainvälisten liiketoimintojen osuuden kasvaessa. Pitkällä aikavälillä arvioimme kasvun tasaantuvan IT-markkinan vauhtiin 4-5 %:iin ikuisuusoletuksen ollessa 2 %. Arvioimme yhtiön liikevoitto-%:n elpävän historialliselle noin 9 %:n tasolle lähivuosina ja laskevan ikuisuusoletuksessa 8,5 %:iin. Ennusteessa kannattavuus on sektorin keskitasoa.

Pääoman kustannus (WACC) on 9,2 % ja oman pääoman kustannus 9,7 %. Ikuisuusoletuksen painoarvo arvonmäärityksen tuloksessa on maltillinen 50 %. Kassavirtamallin analyysin perusteella Siilin osake hinnoitellaan tällä hetkellä alle yhtiön käyvän arvon. Yhtiön jatkaessa vahvaa kasvua ja vakaata/paranevaa kannattavuutta voidaan yhtiön arvonmäärityksessä asteittain alkaa nojaamaan myös pidemmän aikavälin odotuksiin.

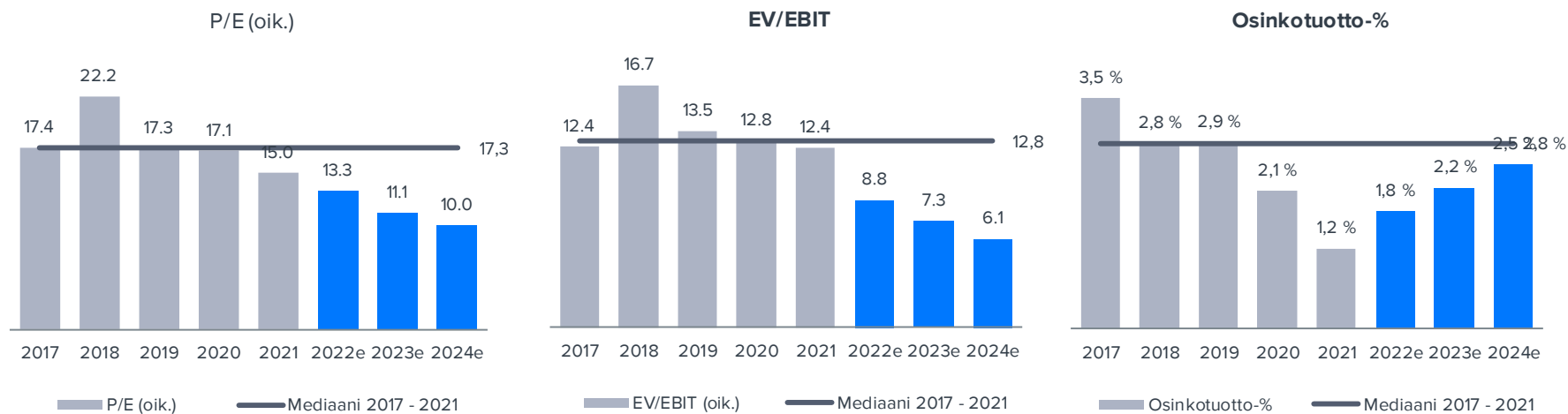
## Osaketuoton ajurit 2022-2024



# Arvostustaulukko

Arvostustaso	2017	2018	2019	2020	2021	2022e	2023e	2024e	2025e
Osakekurssi	11,1	8,10	9,12	13,3	14,6	13,9	13,9	13,9	13,9
Osakemäärä, milj. kpl	7,00	7,00	7,00	7,00	7,02	7,66	8,12	8,12	8,12
Markkina-arvo	77	57	64	93	102	113	113	113	113
Yritysarvo (EV)	69	60	70	86	115	108	100	91	81
P/E (oik.)	17,4	22,2	17,3	17,1	15,0	13,3	11,1	10,0	9,0
P/E	18,7	35,9	25,0	21,1	20,0	16,6	13,3	11,8	10,5
P/Kassavirta	81,6	neg.	neg.	4,8	neg.	16,5	10,0	9,0	8,4
P/B	3,7	2,9	3,1	4,3	4,1	2,6	2,3	2,0	1,7
P/S	1,3	0,8	0,8	1,1	1,0	1,0	0,8	0,8	0,7
EV/Liikevaihto	1,2	0,9	0,9	1,0	1,2	0,9	0,8	0,6	0,5
EV/EBITDA (oik.)	11,7	14,7	9,8	9,5	9,6	7,0	6,1	5,0	4,2
EV/EBIT (oik.)	12,4	16,7	13,5	12,8	12,4	8,8	7,3	6,1	5,0
Osinko/tulos (%)	66 %	102 %	71 %	45 %	25 %	32 %	29 %	30 %	30 %
Osinkotuotto-%	3,5 %	2,8 %	2,9 %	2,1 %	1,2 %	1,8 %	2,2 %	2,5 %	2,9 %

Lähde: Inderes



# Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%	
Yhtiö	MEUR	MEUR	2022e	2023e	2022e	2023e	2022e	2023e	2022e	2023e	2022e	2023e
Digia*	181	202	11,9	9,9	9,6	8,1	1,2	1,0	12,4	11,5	3,0	3,4
Digital Workforce*	45	31					1,2	1,1				
Gofore*	343	333	15,9	12,4	14,7	11,4	2,2	1,7	20,2	16,3	1,6	1,8
Loihde*	69	38	10,4	12,3	4,1	7,7	0,3	0,3	42,8	25,6	1,8	1,8
Innofactor*	36	46	9,7	8,3	5,9	5,2	0,6	0,6	10,8	9,6	5,1	6,1
Netum Group*	45	45	11,4	9,2	10,6	9,1	1,4	1,3	15,2	12,2	3,9	4,4
Nixu*	46	50	33,3	12,4	15,6	8,9	0,8	0,7	65,3	16,8		
Solteq*	26	56	32,2	14,7	8,4	5,9	0,8	0,7	31,4	18,0		3,7
Tietoevry*	3022	3683	9,8	9,3	8,8	7,8	1,3	1,2	10,9	10,6	5,5	5,9
Vincit*	76	67	12,0	7,4	15,7	6,8	0,8	0,6	14,0	11,2	2,2	5,2
Witted Megacorp*	63	54	143,4	28,4		27,6	1,0	0,7	610,5	42,3		
Bouvet	571	594	16,3	14,8	13,5	12,5	2,0	1,8	20,2	18,4	4,5	4,9
Enea	173	202	19,8	16,9	8,0	7,4	2,3	2,3	13,9	25,1		
Knowit	592	669	14,3	12,8	9,2	8,3	1,1	1,0	13,4	13,0	3,2	3,5
Netcompany Group	2339	2615	23,0	19,4	18,8	15,4	3,6	3,2	25,7	21,4	0,5	0,8
<b>Siili Solutions (Inderes)</b>	<b>113</b>	<b>108</b>	<b>8,8</b>	<b>7,3</b>	<b>7,0</b>	<b>6,1</b>	<b>0,9</b>	<b>0,8</b>	<b>13,3</b>	<b>11,1</b>	<b>1,8</b>	<b>2,2</b>
<b>Mediaani kaikki</b>			<b>15,1</b>	<b>12,4</b>	<b>9,6</b>	<b>8,2</b>	<b>1,2</b>	<b>1,0</b>	<b>17,7</b>	<b>16,5</b>	<b>3,1</b>	<b>3,7</b>
<b>Erotus-% vrt. mediaani</b>			<b>-42 %</b>	<b>-41 %</b>	<b>-28 %</b>	<b>-26 %</b>	<b>-22 %</b>	<b>-28 %</b>	<b>-25 %</b>	<b>-33 %</b>	<b>-41 %</b>	<b>-41 %</b>
<b>Mediaani suomalaiset</b>			<b>11,9</b>	<b>11,1</b>	<b>9,6</b>	<b>8,0</b>	<b>1,0</b>	<b>0,7</b>	<b>17,7</b>	<b>14,2</b>	<b>3,0</b>	<b>4,0</b>
<b>Erotus-% vrt. mediaani</b>			<b>-26 %</b>	<b>-34 %</b>	<b>-28 %</b>	<b>-23 %</b>	<b>-8 %</b>	<b>3 %</b>	<b>-25 %</b>	<b>-22 %</b>	<b>-39 %</b>	<b>-46 %</b>

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

# Verrokkiryhmän operatiivinen kehitys

	Markkina-	EV	Liikevaihdon kasvu-% (CAGR)			Oik. EBIT kasvu-% (CAGR)			Oik. EBIT kasvu per osake (CAGR)			Oik. EPS kasvu (CAGR)			Oik. EBIT-%					Nettotulos- marginaali		Netto- velkaantu- misaste	Nettovelka / Oik. EBIT**
	arvo		18-21	22e	22e-24e	18-21	22e	22e-24e	18-21	22e	22e-24e	18-21	22e	22e-24e	20	21	22e	23e	24e	21	22e	22e	22e
Netum	45	45	24 %	41 %	9 %	15 %	27 %	14 %	NaN	27 %	14 %	NaN	12 %	17 %	18 %	14 %	13 %	14 %	14 %	2 %	5 %	1 %	0,0
Solteq	28	58	7 %	1 %	6 %	33 %	-76 %	74 %	33 %	-76 %	74 %	63 %	-81 %	83 %	10 %	11 %	3 %	5 %	7 %	6 %	-6 %	124 %	6,5
Innofactor	36	46	2 %	8 %	5 %		8 %	7 %		9 %	7 %		41 %	11 %	7 %	7 %	7 %	7 %	7 %	7 %	5 %	38 %	2,1
Digia	172	193	12 %	11 %	6 %	34 %	-4 %	11 %	35 %	-4 %	11 %	39 %	-1 %	9 %	12 %	11 %	10 %	11 %	11 %	8 %	7 %	29 %	1,2
Tietoevry	2913	3574	21 %	4 %	4 %	30 %	2 %	4 %	11 %	2 %	4 %	6 %	7 %	5 %	13 %	13 %	13 %	13 %	13 %	10 %	6 %	37 %	1,8
Vincit	74	65	12 %	37 %	14 %	0 %	10 %	35 %	-2 %	-7 %	26 %	2 %	-16 %	23 %	14 %	8 %	7 %	8 %	9 %	6 %	0 %	-23 %	-1,7
Siili Solutions	116	112	12 %	19 %	10 %	37 %	33 %	10 %	37 %	23 %	6 %	39 %	7 %	15 %	8 %	9 %	10 %	10 %	10 %	5 %	5 %	-10 %	-0,4
Gofore	338	328	27 %	42 %	16 %	29 %	43 %	17 %	24 %	37 %	16 %	24 %	36 %	17 %	14 %	14 %	14 %	14 %	14 %	9 %	9 %	-12 %	-0,5
Nixu	46	49	9 %	16 %	9 %			91 %			91 %			141 %	1 %	0 %	2 %	6 %	8 %	-2 %	1 %	26 %	4,7
Witted Megacorp Oyj	64	56	93 %	81 %	36 %		-47 %		NaN	NaN		NaN	NaN		4 %	2 %	1 %	2 %	5 %	2 %	-1 %	-48 %	-15,5
Digital Workforce	41	27	24 %	14 %	16 %				NaN			NaN			-3 %	-4 %	-8 %	-2 %	4 %	-16 %	-12 %	-93 %	
Loihde	69	37	1 %	17 %	10 %	-15 %	56 %	21 %	NaN	59 %	23 %	NaN	-47 %	68 %	4 %	2 %	3 %	2 %	4 %	1 %	-2 %	-33 %	-10,7
<b>Mediaani</b>	<b>67</b>	<b>57</b>	<b>12 %</b>	<b>17 %</b>	<b>9 %</b>	<b>30 %</b>	<b>9 %</b>	<b>16 %</b>	<b>29 %</b>	<b>9 %</b>	<b>15 %</b>	<b>32 %</b>	<b>7 %</b>	<b>17 %</b>	<b>9 %</b>	<b>9 %</b>	<b>7 %</b>	<b>7 %</b>	<b>8 %</b>	<b>5 %</b>	<b>3 %</b>	<b>-5 %</b>	<b>0,0</b>
<b>Keskiarvo</b>	<b>328</b>	<b>382</b>	<b>20 %</b>	<b>24 %</b>	<b>12 %</b>	<b>20 %</b>	<b>5 %</b>	<b>29 %</b>	<b>23 %</b>	<b>8 %</b>	<b>27 %</b>	<b>29 %</b>	<b>-5 %</b>	<b>39 %</b>	<b>8 %</b>	<b>7 %</b>	<b>6 %</b>	<b>7 %</b>	<b>9 %</b>	<b>3 %</b>	<b>1 %</b>	<b>3 %</b>	<b>-1,1</b>

Oik. EBIT ja EPS ei huomioi liikearvon poistoja.

Oikaistujen tulos per osake lukujen laskennassa on käytetty Indereksen dataa osakkeiden lukumäärästä mikä ei huomioi yhtiön hallussa olevia osakkeita. Listautumisvuonna osakkeiden lukumääräksi on huomioitu vain listautumisen jälkeinen osakkeiden lukumäärä. Mikäli yhtiö ei ollut listattuna tarkasteluvuosina, on osakekohtaisissa luvuissa arvona NaN.

Mikäli tuloskasvuluvuissa on negatiivisia lukuja jakana tai jaettavana tai mikäli tuloksen lähtötaso on erittäin matala (EBIT-% <1,0 %), on arvona tyhjä.

Nettovelka/Oik. EBIT jakajassa EBIT:ssa on käytetty kuluvaan vuoden ennusteen ja edeltävän vuoden keskiarvoa. Mikäli EBIT on negatiivinen tai lähellä nollaa, on arvo tyhjä. Absoluuttinen nettovelka on EV:n ja Markkina-arvon erotus

# Tase

Vastaavaa	2020	2021	2022e	2023e	2024e
<b>Pysyvät vastaavat</b>	<b>26,5</b>	<b>41,1</b>	<b>44,9</b>	<b>43,8</b>	<b>42,3</b>
Liikearvo	18,8	28,1	28,1	28,1	28,1
Aineettomat hyödykkeet	2,7	6,8	10,2	8,6	7,0
Käyttöomaisuus	0,5	0,9	2,0	2,5	2,6
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut sijoitukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset varat	4,4	5,2	4,5	4,5	4,5
Laskennalliset verosaamiset	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1
<b>Vaihtuvat vastaavat</b>	<b>34,8</b>	<b>40,4</b>	<b>55,2</b>	<b>63,3</b>	<b>71,0</b>
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	13,2	20,0	20,1	22,6	24,3
Likvidit varat	21,7	20,4	35,1	40,7	46,7
<b>Taseen loppusumma</b>	<b>61,4</b>	<b>81,5</b>	<b>100</b>	<b>107</b>	<b>113</b>

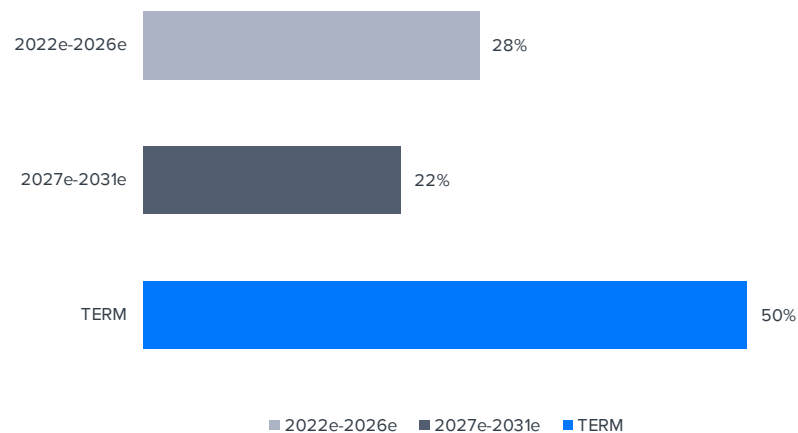
Lähde: Inderes

Vastattavaa	2020	2021	2022e	2023e	2024e
<b>Oma pääoma</b>	<b>21,6</b>	<b>24,9</b>	<b>43,2</b>	<b>49,7</b>	<b>56,8</b>
Osakepääoma	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Kertyneet voittovarot	9,3	12,2	16,3	22,8	29,9
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	12,2	12,6	26,8	26,8	26,8
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Pitkäaikaiset velat</b>	<b>14,8</b>	<b>29,7</b>	<b>31,1</b>	<b>29,5</b>	<b>26,5</b>
Laskennalliset verovelat	2,1	1,5	1,5	1,5	1,5
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lainat rahoituslaitoksilta	12,6	28,2	29,6	28,0	25,0
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Lyhytaikaiset velat</b>	<b>25,1</b>	<b>27,0</b>	<b>25,8</b>	<b>28,0</b>	<b>30,0</b>
Lainat rahoituslaitoksilta	2,7	4,7	1,0	0,0	0,0
Lyhytaikaiset korottomat velat	22,3	22,3	24,8	28,0	30,0
Muut lyhytaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Taseen loppusumma</b>	<b>61,4</b>	<b>81,5</b>	<b>100</b>	<b>107</b>	<b>113</b>

# DCF-laskelma

DCF-laskelma	2021	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	19,2 %	18,9 %	12,8 %	7,3 %	6,1 %	5,0 %	4,0 %	4,0 %	4,0 %	4,0 %	2,1 %	2,1 %
Liikevoitto-%	7,6 %	9,1 %	9,0 %	9,3 %	9,6 %	9,0 %	9,0 %	9,0 %	9,0 %	9,0 %	8,5 %	8,5 %
<b>Liikevoitto</b>	<b>7,6</b>	<b>10,7</b>	<b>12,0</b>	<b>13,2</b>	<b>14,5</b>	<b>14,3</b>	<b>14,9</b>	<b>15,5</b>	<b>16,1</b>	<b>16,8</b>	<b>16,2</b>	
+ Kokonaispoistot	4,5	4,8	4,5	4,9	4,9	4,9	4,4	4,1	3,9	3,8	3,9	
- Maksetut verot	-1,9	-1,9	-2,1	-2,4	-2,7	-2,8	-3,0	-3,1	-3,2	-3,4	-3,3	
- verot rahoituskuluista	-0,2	-0,6	-0,3	-0,3	-0,2	-0,1	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	-6,8	2,4	0,6	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,2	
<b>Operatiivinen kassavirta</b>	<b>3,0</b>	<b>15,5</b>	<b>14,7</b>	<b>15,9</b>	<b>16,9</b>	<b>16,7</b>	<b>16,6</b>	<b>16,8</b>	<b>17,1</b>	<b>17,5</b>	<b>16,9</b>	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	-19,0	-8,6	-3,4	-3,4	-3,4	-3,5	-3,5	-3,5	-3,6	-3,6	-3,8	
<b>Vapaa operatiivinen kassavirta</b>	<b>-16,0</b>	<b>6,8</b>	<b>11,3</b>	<b>12,5</b>	<b>13,4</b>	<b>13,2</b>	<b>13,1</b>	<b>13,3</b>	<b>13,5</b>	<b>13,8</b>	<b>13,2</b>	
+/- Muut	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	-16,0	6,8	11,3	12,5	13,4	13,2	13,1	13,3	13,5	13,8	13,2	188
<b>Diskontattu vapaa kassavirta</b>		<b>6,8</b>	<b>10,2</b>	<b>10,4</b>	<b>10,2</b>	<b>9,2</b>	<b>8,3</b>	<b>7,7</b>	<b>7,2</b>	<b>6,8</b>	<b>5,9</b>	<b>84,1</b>
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		167	160	150	139	129	120	112	104	96,7	89,9	84,1
<b>Velaton arvo DCF</b>		<b>167</b>										
- Korolliset velat		-32,9										
+ Rahavarat		20,4										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		-1,3										
<b>Oman pääoman arvo DCF</b>		<b>153</b>										
<b>Oman pääoman arvo DCF per osake</b>		<b>18,8</b>										

Rahavirran jakauma jaksoittain



## Pääoman kustannus (wacc)

Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	10,0 %
Vieraan pääoman kustannus	6,0 %
Yrityksen Beta	1,30
Markkinoiden riski-preemio	4,80 %
Likviditeettipreemio	1,00 %
Riskitön korko	2,5 %
<b>Oman pääoman kustannus</b>	<b>9,7 %</b>
<b>Pääoman keskim. kustannus (WACC)</b>	<b>9,2 %</b>

Lähde: Inderes

# Yhteenveto

Tuloslaskelma	2019	2020	2021	2022e	2023e	Osakekohtaiset luvut	2019	2020	2021	2022e	2023e
Liikevaihto	80,5	83,3	99,3	118,1	133,2	EPS (raportoitu)	0,36	0,63	0,73	0,84	1,04
Käyttökate	7,1	9,1	12,0	15,5	16,5	EPS (oikaistu)	0,53	0,78	0,98	1,05	1,25
Liikevoitto	3,7	5,3	7,6	10,7	12,0	Operat. kassavirta / osake	0,94	2,22	0,43	2,02	1,81
Voitto ennen veroja	3,3	6,3	6,4	8,4	10,6	Vapaa kassavirta / osake	-0,04	2,79	-2,28	0,89	1,39
Nettovoitto	2,6	4,4	5,1	6,4	8,5	Omapääoma / osake	2,94	3,08	3,54	5,64	6,11
Kertaluontoiset erät	-1,4	-1,4	-1,7	-1,6	-1,7	Osinko / osake	0,26	0,28	0,18	0,25	0,30
<b>Tase</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022e</b>	<b>2023e</b>	<b>Kasvu ja kannattavuus</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022e</b>	<b>2023e</b>
Taseen loppusumma	55,9	61,4	81,5	100,1	107,1	Liikevaihdon kasvu-%	14 %	3 %	19 %	19 %	13 %
Oma pääoma	20,5	21,6	24,9	43,2	49,7	Käyttökateen kasvu-%	73 %	29 %	32 %	29 %	6 %
Liikearvo	18,8	18,8	28,1	28,1	28,1	Liikevoiton oik. kasvu-%	54 %	31 %			47 %
Nettovelat	5,8	-6,3	12,5	-4,5	-12,7	EPS oik. kasvu-%	45 %	47 %	26 %	7 %	20 %
<b>Kassavirta</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022e</b>	<b>2023e</b>	Käyttökate-%	8,8 %	10,9 %	12,1 %	13,2 %	12,4 %
Käyttökate	7,1	9,1	12,0	15,5	16,5	Oik. Liikevoitto-%	6,4 %	8,1 %	9,3 %	10,5 %	10,3 %
Nettokäyttöpääoman muutos	0,5	7,0	-6,8	2,4	0,6	Liikevoitto-%	4,6 %	6,4 %	7,6 %	9,1 %	9,0 %
Operatiivinen kassavirta	6,6	15,5	3,0	15,5	14,7	ROE-%	12,7 %	20,9 %	22,1 %	18,9 %	18,2 %
Investoinnit	-6,9	-0,6	-19,0	-8,6	-3,4	ROI-%	10,5 %	26,5 %	15,9 %	16,4 %	15,9 %
Vapaa kassavirta	-0,3	19,5	-16,0	6,8	11,3	Omavaraisuusaste	36,8 %	35,2 %	30,5 %	43,2 %	46,4 %
						Nettovelkaantumisaste	28,2 %	-29,1 %	50,2 %	-10,5 %	-25,5 %
<b>Arvostuskertoimet</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022e</b>	<b>2023e</b>						
EV/Liikevaihto	0,9	1,0	1,2	0,9	0,8						
EV/EBITDA (oik.)	9,8	9,5	9,6	7,0	6,1						
EV/EBIT (oik.)	13,5	12,8	12,4	8,8	7,3						
P/E (oik.)	17,3	17,1	15,0	13,3	11,1						
P/B	3,1	4,3	4,1	2,6	2,3						
Osinkotuotto-%	2,9 %	2,1 %	1,2 %	1,8 %	2,2 %						

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 (välttämät ja välilliset vahingot), joita tietojen käytöstä voi aiheutua. Raportilla esitettyjen tietojen perustana oleva informaatio voi muuttua nopeastikin. Inderes ei sitoudu ilmoittamaan esitettyjen tietojen/kannanottojen mahdollisista muutoksista.

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

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

Inderes antaa seuraamilleen osakkeille tavoitehinnan. Inderesin käyttämä suositusmetodologia perustuu osakkeen 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 tehdyin arviot mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonmääritysmenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi. Käytettävät arvonmääritysmenetelmät ja tavoitehinnan perusteet ovat aina yhtiökohtaisia ja voivat vaihdella merkittävästi riippuen yhtiöstä ja (tai) toimialasta.

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

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

Kaikki Inderes Oyj:n osakeomistukset sen seurannassa olevissa kohdeyhtiöissä esitetään yksilöityinä oikeaa rahaa sijoitavassa Inderes Oyj:n [mallisalkussa](#).

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
12.6.2017	Lisää	12,00 €	11,34 €
15.8.2017	Lisää	12,50 €	11,80 €
28.2.2018	Vähennä	12,50 €	12,05 €
5.4.2018	Lisää	11,80 €	10,25 €
15.8.2018	Lisää	12,50 €	11,20 €
19.10.2018	Lisää	9,80 €	8,50 €
22.2.2019	Lisää	9,80 €	9,04 €
28.2.2019	Lisää	9,40 €	8,68 €
2.5.2019	Lisää	9,60 €	9,00 €
15.8.2019	Lisää	9,60 €	8,66 €
14.10.2019	Lisää	10,00 €	9,26 €
28.2.2020	Osta	11,00 €	8,96 €
31.3.2020	Lisää	9,00 €	7,72 €
29.4.2020	Lisää	9,70 €	8,46 €
12.8.2020	Osta	12,00 €	10,15 €
28.10.2020	Lisää	12,50 €	11,70 €
7.12.2020	Lisää	13,00 €	12,15 €
18.12.2020	Lisää	13,00 €	12,10 €
22.2.2021	Lisää	17,00 €	15,90 €
30.4.2021	Vähennä	17,50 €	17,86 €
19.8.2021	Lisää	17,00 €	15,88 €
28.10.2021	Lisää	17,00 €	15,10 €
21.2.2022	Lisää	16,00 €	14,00 €
29.4.2022	Osta	17,50 €	14,75 €
19.8.2022	Lisää	17,50 €	15,85 €
28.10.2022	Lisää	17,50 €	14,80 €
17.11.2022	Osta	17,50 €	13,90 €

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 Oyj

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



Olli Koponen  
2020



Joni Grönqvist  
2019, 2020



Erkki Vesola  
2018, 2020



Petri Gostowski  
2020



Atte Riikola  
2020

**Analyysi kuuluu  
kaikille.**