

Vincit

Seurannan aloitus

10/2016

inde
res.

Pörssiavaus hinnoitteli osakkeen täyteen

Aloitamme Vincitin seurannan 5,3 euron tavoitehinnalla ja myy-suosituksella. Yhtiön osake avasi ensimmäisenä kaupankäyntipäivänä jopa 6,1 euroon, kun antihinta oli 4,2 euroa. Oma arviomme ennen listautumista Vincitin arvolle oli 4,3-5,5 euroa per osake, joten asetamme tavoitehintamme haarukan ylälaitaan. Sijoittajakysyntä Vincitin osakkeelle oli yllättävän vahvaa, minkä takia arvioimme sijoittajien hyväksyvän aiempaa arviotamme korkeamman suhteellisen arvostustason osakkeelle. Tästä huolimatta jo avauksessa korkeaksi noussut arvostus saa meidät odottamaan parempia ostopaikkoja.

Moderni, uuden ajan ohjelmistokehittäjä

Vincit on vuonna 2007 perustettu teknologiariippumaton IT-ohjelmistokehityksen suunnitteluun ja tekniseen toteutukseen erikoistunut yritys. Viime vuoden lopulla yhtiö fuusioitui ICT-palveluita tarjoavan Javerdel Oy:n kanssa osakevaihdon kautta. Yhtiö kuvailee itseään pienenä ketteränä yrityksenä yhdistettynä ison yrityksen palvelutarjoamaan. Vuosina 2011-2015 Vincit on kasvanut orgaanisesti keskimäärin 38 % vuodessa, käyttökatteen ollessa keskimäärin 27 %, mitkä ovat selkeästi sektorin parhaimpia lukemia. Vincit profiloituu Siilin, Reaktorin, Solitan ja Futuricen tavoin modernina ohjelmistokehittäjänä ja -integraattorina, joka on voittanut markkinaa erityisesti etabloituneilta suurilta generalisteilta (kuten Tieto ja CGI).

Selvästi sektoria korkeampi kannattavuus

Vincitin selkeä kilpailuetu on tehokas ja itseohjautuva organisaatorakenne, minkä ansiosta yhtiö yltää jopa kaksinkertaiseen kannattavuuteen moniin kilpailijoihin nähden. Yhtiö erottuu kilpailijoista myös konsulttien joustavalla palkkamallilla sekä asiakkaiden 100 %:n tyytyväisyystakuulla. Yhtiön voimakas panostus henkilöstöön ja yrityskulttuuriin on toiminut erityisesti nykyisessä markkinatilanteessa, jossa kovin kilpailu käydään tällä hetkellä osaajista.

Palvelutarjonta vastaa hyvin IT-markkinan trendeihin

Vincitin osaamisalueet ovat IT-palvelumarkkinan nopeasti kasvavilla alueilla kuten palvelumuotoilu, verkkopalvelut ja tietojärjestelmät, mobiilisovellukset, sulautetut järjestelmät ja Teollinen internet. Tällä hetkellä kyseiset markkinat kasvavat kaksinumeroista vauhtia ja kilpailu käydään enemmän osaajista kuin asiakkaista. Vincitin alkuvuoden voimakas rekrytointivauhti (+51 henkilöä) viittaa siihen, että kysyntä jatkuu yhä vahvana ja yhtiön rekrytointi toimii hyvin. ICT-palveluissa markkinan kasvunäkymät ovat maltillisemmat ja Vincit hakee kasvua lähinnä ristiinmyynnillä. Suhtaudumme kuitenkin vielä lievällä varauksella Javerdel-fusion logiikkaan, sillä näemme sen synergiat melko rajallisina.

Pörssiavaus hinnoitteli osakkeen täyteen

Arvioimme Vincitin kasvavan orgaanisesti keskimäärin 16 %:n vauhtia vuoteen 2018 asti. Yhtiön kannattavuus on jo näkemyksemme mukana täydessä potentiaalissa ja siinä on pitkällä aikavälillä laskupaineita, joten tulokasvu on siten liikevaihdon kasvun varassa. Lisäksi yritysostot ja kansainvälistyminen ovat osa yhtiön strategiaa. Vincitin osaketta hinnoitellaan vahvan pörssiavauksen (+45 % antihinnasta) jälkeen 2016-2017e P/E-luvuilla jo noin 15 % vertailuryhmää korkeammalle. Ennusteillamme yhtiön tämän vuoden P/E on korkeahko 17x ja EV/EBIT 13x.

Analytytikot

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



Mikael Rautanen
+ 358 50 3460321
mikael.rautanen@inderes.fi



Suositus

Myy



Tavoitehinta: 5,3 €

Eilisen päätös **6,1 EUR**

12 kk vaihteluväli **4,2 - 6,1 EUR**

Potentiaali **-13 %**

Avainluvut

	2015*	2016e	2017e
Liikevaihto	26,1	32,1	36,9
- kasvu-%	183 %	23 %	15 %
EBIT (oik.)	5,8	5,3	6,3
- EBIT-%(oik)	22 %	16 %	17 %
Tulos ennen veroja	5,3	3,5	5,9
Nettotulos (oik.)	4,3	3,7	4,6
EPS (oik)		0,36	0,42


Lähde: Vincit, Inderes

	2015	2016e	2017e
Osakekurssi, EUR		6,1	6,1
Markkina-arvo MEUR	67	67	67
EV, MEUR	74	67	64
P/E (oik)	15,5	17,1	14,6
EV/Sales	2,8	2,1	1,7
EV/EBIT	12,7	12,8	10,2
Osinkotuotto-%	1,8 %	1,4 %	2,9 %

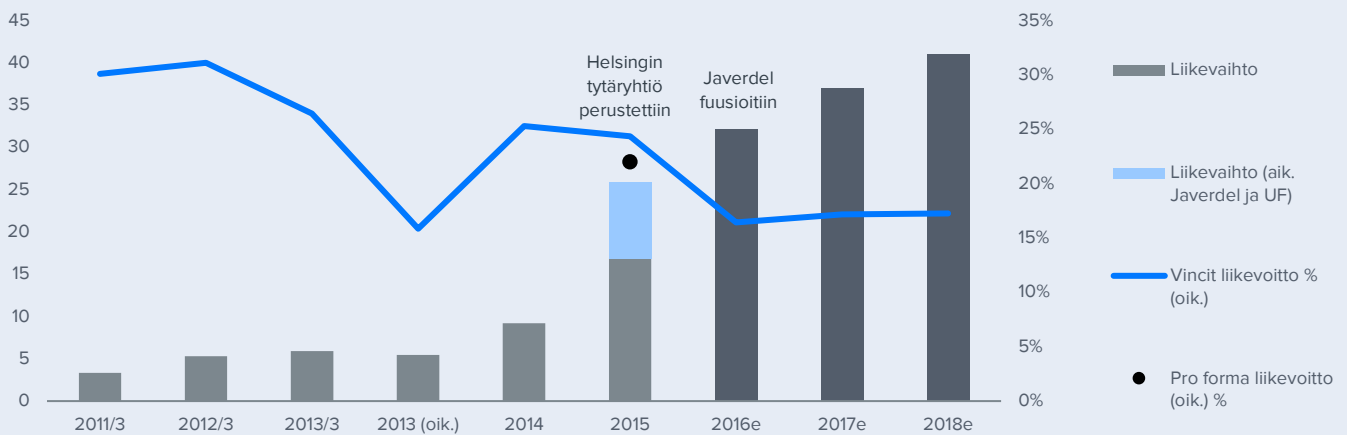
Lähde: Inderes, *pro-forma (seloste sivulla 29) ja ** laskettu vuoden 2016 keskimääräisellä osakemäärällä

Vincit yhteenveto

Sijoitusnäkemys

Arvoajurit	<ul style="list-style-type: none"> Vahva kasvu ja kannattavuus osoituksena kilpailueduista Markkinanäkymät Vincitin palvelualueilla vahvoja Yhtiön strategia ja palvelut vastaavat hyvin markkinatrendeihin 	 <p>Myy Tavoitehinta: 5,3 €</p>
Riskitekijät	<ul style="list-style-type: none"> Henkilöstön ja vahvan kulttuurin säilyttäminen Näemme Javerdel-fuusion melko riskisenä ja synergiat heikkoina ICT-palvelu liiketoiminnan volyyymiherkkyys 	
Arvostus	<ul style="list-style-type: none"> Sektoria parempi kasvu ja kannattavuus tukee arvostusta Kannattavuus huipputasolla, mikä rajaa tuloskasvupotentiaalia Arvostuskertoimet haastavia vahvan pörssiavauksen jälkeen 	

Liiketoiminnan kehitys



Lähde: Vincit, Javerdel, Inderes. 2013=poikkeava tilikausi oikaistu

Liiketoimintarakenne

Vincit Group Oyj				
	Vincit CoOp Oy	Vincit Development	Vincit Services (aik. Javerdel)	Vincit Solutions
Omistus	76,8%*	100 %	100 %	75,8 %**
Liiketoiminta	Projekti	Projekti	Jatkuva	Omat ohjelmistotuotteet
Liikevaihto 2015	Noin 17 MEUR		Noin 9 MEUR	
Henkilöstö	Noin 40	Noin 180	Noin 50	Noin 30
Kasvuajuri	Markkinan vahva kysyntätilanne		Ristiinmyynti	Uudet tuotteet
Riski	Henkilöstö	Henkilöstö	Hintakilpailu	Teknologia

Lähde: Vincit ja Inderes. *Henkilöstö omistaa *23,2 % ja **24,2 %

Arvostus 2016e



Sisällysluettelo

Vincit yhteenveto.....	3
Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	5
Toimiala ja kilpailu	10
Strategia	16
Ennusteet ja arvonmäärittäminen.....	20
Arvostus.....	25
Tuloslaskelma, tase ja DCF-malli.....	26
Avainluvut.....	28
Vastuuvapauslauseke	29

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli

Vincit on vuonna 2007 perustettu teknologiariippumaton IT-ohjelmistokehityksen suunnitteluun ja tekniseen toteutukseen erikoistunut yritys. Ohjelmistokehityksen lisäksi Vincit tarjoaa Javerdel-yritystoston jälkeen ohjelmisto-, pilvi ja tietotekniikkaratkaisuja liiketoiminta- ja loppukäyttäjälähtöisesti keskisuurten ja suurten yritysten liiketoiminnalle ja IT:lle (ICT-palvelut). Ohjelmistokehityksessä yhtiön asiakkaat ovat pääosin yrityksiä ja liiketoimintamalli projektivetoista asiantuntijatyötä. ICT-palveluissa yhtiön asiakkaina on yritysten lisäksi julkisen sektorin organisaatioita ja palvelut ovat suurimmaksi osaksi jatkuvia monivuotisia sopimuksia. Ohjelmistokehitys (Vincit) ja ICT-palvelut (Javerdel) fuusioituivat viime vuoden lopussa ja yhtiöiden liikevaihdot olivat noin 17 MEUR ja 9 MEUR. Vincitin listautumisen taustalla oli käsityksemme mukaan yhtiön tunnettavuuden nostaminen, henkilöstön sitouttaminen osakeannin kautta sekä pääomarakenteen vahvistaminen mahdollisia kasvuihanteita ja kansainvälistymistä ajatellen.

Yhtiökuvaus

Sektorinsa kannattava kasvaja

Vincit on vuonna 2007 perustettu teknologiariippumaton IT-ohjelmistokehityksen suunnitteluun ja tekniseen toteutukseen erikoistunut yritys. Viime vuoden lopulla yhtiö fuusioitui Javerdel Oy:n ja United Finance Oy:n kanssa osakevaihdon kautta. Fuusion jälkeen Vincit tarjoaa myös ICT-palveluita ohjelmistokehityspalveluiden lisäksi. Yhtiö kuvailee itseään pienenä ketteränä yrityksenä yhdistettynä ison yrityksen palvelutarjoamaan. Ohjelmistokehityksessä (noin 70 % liikevaihdosta) Vincitin asiakkaat ovat pääosin yrityksiä ja toimitukset projekteja. ICT-palvelut ovat pääosin jatkuvia palveluita ja asiakkaina on sekä yksityisiä että julkisen sektorin organisaatioita.

Ohjelmistokehitys- (Vincit) ja ICT-palveluyhtiöiden (Javerdel) liikevaihdot olivat noin 17 MEUR ja 9 MEUR viime vuonna. Kesäkuun lopussa yhtiöllä oli yhteensä noin 300 työntekijää, 40 000 palvelunkäyttäjää ja yli 300 onnistunutta projektia.

Vincitin asiakaskunta on yhtiön suurinta asiakasta lukuun ottamatta suhteellisen hajautettua. Vincit poikkeaa monista muista ohjelmistokehittäjistä siinä, että yhtiö palvelee myös monia pieniä asiakkaita start-up -yrityksistä alkaen. Kyky toteuttaa myös pieniä projekteja pienille asiakkaille ketterästi ja tehokkaasti on todennäköisesti ollut myös yksi Vincitin menestystekijöitä. Arvioimme yhtiö suurimman asiakkaan olevan GE, ja vastaten noin 17 % liikevaihdosta. Seuraavat 19 suurinta asiakasta ovat yhteensä noin 37 % yhtiön liikevaihdosta.

Vincitillä on vakuuttava historia kannattavasta kasvusta. Vincitin ohjelmistokehitysliiketoiminta on kasvanut keskimäärin 38 % orgaanisesti ja käyttökate on ollut 27 %, vuosina 2011-2015. Yhtiö on ollut selkeästi yksi sektorin menestyneimpiä yrityksiä tällä vuosikymmenellä. Lisäksi

yhtiö on useasti valittu Suomen parhaaksi työpaikaksi ja tänä vuonna myös Euroopan parhaaksi.

Vincit sai listautumisen myötä 5300 uutta osakeomistajaa ja annin myötä yli 2/3 henkilöstöstä ovat osakkeenomistajia. Ennen antia yhtiön kaksi suurinta yksittäistä omistajaa olivat Javerdelin aikaisempia omistajia, jotka omistivat Vincitistä yhteensä noin 31 %. Muut noin 69 % omistajista olivat Vincitin perustajia ja työntekijöitä sekä Javerdelin pienomistajia. Helsingin toimipisteen työntekijät omistavat tämän lisäksi suoraan noin 23 % Helsingin toimipisteestä (Vincitin tytäryhtiö). Lisäksi henkilöstö omistaa suoraan noin 24 % tytäryhtiö Vincit Solutionsista.

Markkinat Suomessa, kansainvälistymistä tunnustellaan

Vincitin päämarkkina on tällä hetkellä Suomi, mutta yhtiö on myös aloittanut kansainvälistymisen avaamalla toimipisteen Yhdysvaltoihin Palo Altoon. Suomessa yhtiöllä on toimipisteitä Helsingissä, Tampereella ja Savonlinnassa. Tampere on yhtiön suurin yksikkö. Helsingin toimipiste avattiin toissa vuonna, mutta se on kasvanut ripeästi. Sekä Tampereen että Helsingin yksiköt tekevät pääosin ohjelmistokehitystä. Savonlinnassa yhtiöllä on Help Desk-yksikkö. Palo Alton toimipiste avattiin vuoden 2016 alkupuoliskolla ja se työllistää tällä hetkellä muutaman henkilön. Palo Altoon laajenemisen takana on vahva referenssi GE:n asiakkuudesta, mikä on tarjonnut yhtiölle perustan hankkia uusia asiakkaita Yhdysvalloista. Vincitin ajatuksena on palvella Yhdysvaltojen markkinaa pääasiassa sen suomalaisilla, hinta/laatu-suhteeltaan kilpailukykyisillä resursseilla.

Vincit panostaa toiminnassaan voimakkaasti yrityskulttuuriin ja henkilöstöön. Yhtiön tavoitteena on erottua kilpailussa rekrytoimalla alan parhaita ja kokeneimpia osaajia. Yhtiön mukaan sen osaajilla keskimäärin on yli 10 vuoden työkokemus. Rekrytointiosaaminen kilpailutekijänä on

korostunut erityisesti viime aikoina, kun markkinan kysyntä ohjelmistokehityksessä on ollut vahvaa.

Arvioimme Vincitin olevan jatkossakin alan rekrytointikilpailussa vahvoilla johtuen yhtiön hyvästä maineesta, yhtiön voittamista kilpailuista sekä kilpailijoista poikkeavasta kannustavasta palkkausmallista. Asiantuntijoista kilpailtaessa vastaavasti suurempien IT-talojen vahvuutena on niiden kyky tarjota mahdollisuuksia edetä organisaation sisällä.

Asiakkaista kilpaillessa Vincit syö arvioimme mukaan markkinaa suuremmilta IT-generalisteilta erityisesti yritysasiakkaissa. Monien muiden pienten IT-toimijoiden tavoin Vincit pyrkii ketterällä toimintamallillaan ja vahvalla teknillisellä osaamisella haastamaan etenkin suuria IT-palvelutaloja asiakasorganisaatioissa. Lisäksi yhtiö uskoo Javerdel-yrityksoston tuoman ICT-palvelutarjonnan ansiosta pystyvänsä tarjoamaan asiakkaille laajempia kokonaisuuksia sekä saamaan jatkuvuutta liiketoimintaan.

Vincitin pääkilpailijoita ohjelmistokehityksessä ovat perinteiset suuret järjestelmäintegraattorit kuten CGI, Accenture ja Tieto sekä pienemmät ohjelmistokehittäjät kuten Siili, Futurice, Reaktor ja Solita. ICT-palveluissa yhtiön kilpailijoita ovat esimerkiksi Elisa (Appelsiini), Fujitsu ja Enfo.

Liiketoimintamalli

Kaksi pääliiketoimintaa

Vincitin liiketoimintamalliin kuuluu kaksi liiketoimintaa: IT-ohjelmistokehitys (noin 70 % liikevaihdosta) ja ICT-palvelut (noin 30 % liikevaihdosta). IT-ohjelmistokehitys on tuntilaskutukseen pohjautuvaa projektiliiketoimintaa, joka on tällä hetkellä erittäin kannattavaa ja vahvassa kasvussa. ICT-palvelut on pääosin monivuotisiin sopimuksiin pohjautuvaa jatkuvaa liiketoimintaa, jonka kannattavuus on kuitenkin melko herkkä volyyminmuutoksille.

Sovelluskehityksen asiakkaita ovat pääosin yritykset eri kokoluokissa. ICT-palveluiden puolella yhtiö tavoittelee keskisuuria yritysasiakkaita sekä julkisen sektorin organisaatioita.

Vincitin ohjelmisto- ja ICT-palveluliiketoiminnat yhdistyivät vuoden alussa. Yhdistymisellä yhtiö tavoitteli suurempaa kokoa ja sitä kautta suurempaa uskottavuutta. Lisäksi yhtiö näkee liiketoiminnoilla tiettyjä synergioita. Esimerkiksi Vincitin projektiliiketoiminnan jatkoksi on helpompi myydä samalta toimittajalta myös jatkuvia ylläpitopalveluita, jolloin asiakas saa samalta toimittajalta palvelut koko elinkaarelle. Yhtiön mukaan Javerdel on myös suuremman kokoluokan ansiosta päässyt kiinni aiempaa suurempiin asiakkuuksiin. Yhtiö on päässyt mukaan tarjouskisoihin, joihin Javerdelillä ei olisi aiemmin ollut mahdollisuuksia päästä.

Kokonaisuutena Javerdelin synergiat Vincitin liiketoimintaan ovat näkemyksemme mukaan kuitenkin melko rajalliset, sillä ylläpito ja ohjelmistokehitys ovat luonteeltaan hyvin erilaisia liiketoimintoja ja kulttuurierot osaajien välillä usein suuria. Toimialalla on suurempia yrityksiä lukuun ottamatta melko harvinaista, että ohjelmistokehittäjä tarjoaa myös ICT-palveluita.

Omat ohjelmistotuotteet

Vincitillä on myös jonkin verran omaa ohjelmistotuotteiden kehitystä, jota yhtiössä tekee Vincit Solutions Oy. Vincit Solutions -liiketoiminta suunnittelee ja rakentaa sovellusratkaisuja asiakkaiden toiminnanohjauksen ympärille. Yhtiöllä on kehitettynä muutamia skaalautuvampia tuote- tai palveluratkaisuja, mutta se ei tavoittele esimerkiksi merkittävää kansainvälistä laajentumista. Tällä hetkellä Vincit Solutionsissa on vajaat 30 henkilöä.

Tyypilliset asiakkuudet

Ohjelmistokehityksessä Vincitin projektit lähtevät liikkeelle tarjouspyynnöistä, joissa yhtiö kilpailee tyypillisesti muutamaa toimijaa vastaan. Asiakkaiden tarjouspyyntöjen yksityiskohtaisuus vaihtelee suuresti ja on alalle hyvin tyypillistä, ettei asiakas vielä tarjousvaiheessa tiedä tarkalleen, mitä se tarvitsee. Asiakkaalla ostajana on tyypillisesti tietohallintojohtaja tai liiketoimintajohtaja. Tarjouksen ratkaisee yleensä henkilökemiat, referenssit tai Vincitin tekninen osaaminen. Vincitin teknisen osaamisen lisäksi yhtiölle tärkeä kilpailuetu on 100 %:n tyytyväisyystakuu. Rajua hintakilpailua ei ole, sillä asiakkaat ymmärtävät pääsääntöisesti, ettei konsultin tuntihinta ole ratkaiseva tekijä. Tyypilliset projektit lähtevät liikkeelle pilottihankkeesta, jossa rakennetaan luottamus. Samalla Vincitin myyntivastaava luovuttaa projekti- ja lisämyyntivastuun tiimivetäjälle. Tämän jälkeen projekti etenee iteroivasti. Vincit pitää asiakkaan kanssa säännöllisiä palavereita projektin edetessä. Tällöin tarkistetaan, että asiakas on jatkuvasti projektin edetessä tyytyväinen laatuun ja projektin suunta on oikea. Näin yhtiö varmistaa, ettei 100 %:n tyytyväisyystakuuta tarvitse ulosmitata projektin päättymisen jälkeen, vaan virheisiin voidaan reagoida heti. Kaikki projektit tehdään tuntiveloituksella ja ne laskutetaan kuukausittain. Vincit ei siis kanna liiketoiminnassaan projektiriskiä tekemällä kiinteähintaisia projekteja, mikä myös poikkeaa monista muista IT-palveluyrityksistä.

Vincitin ohjelmistokehityksen projektien koot vaihtelevat muutamasta kymmenestä tuhannesta jopa puoleen miljoonaan euroon. Pituudeltaan projektit ovat suhteellisen lyhyitä ja harvoin yli 6 kuukauden mittaisia. Poikkeuksena tähän on yhtiön ensimmäinen ja suurin asiakas GE, joka vastaa noin 17 % liikevaihdosta. Tavallaan GE:n liikevaihdon voi lukea Vincitille jatkuvaksi liiketoiminnaksi, koska ymmärryksemme mukaan yhtiö on pitkän historiansa ja

korkean osaamisen myötä niin syvällä asiakkaansa liiketoimintakriittisissä prosesseissa, että IT-toimittajan vaihtaminen olisi haastavaa. Mitä suurempia ja liiketoimintakriittisempiä projektit ovat, sitä enemmän asiakas alkaa vaatia IT-toimittajalta myös kyvykkyyksiä ylläpitoon ja jatkuvaan palvelutuotantoon.

ICT-palveluissa Vincitillä on muutamia suurempia kilpailijoita ja useita pieniä kilpailijoita. ICT-palvelusopimusten kestot ovat normaalisti 36 kuukaudesta ylöspäin ja kuukausiveloitteisia. Suurin asiakkuus on arvoltaan noin 100 tuhannen euron luokassa per kuukausi. ICT-palveluliiketoiminnan pääkohderyhmää ovat 100-2000 käyttäjän organisaatiot, jotka eivät ole suurimpien kilpailijoiden fokuksessa. Suuremmissa asiakkuuksissa hintapaine on tyypillisesti kovempaa.

ICT-palveluiden tarjouskisarvat ovat usein formaaleja, koska asiakas kykenee määrittelemään tarkasti tarpeensa ja alan palvelut ovat hyvin vakiintuneita. Kilpailutekijöinä korostuvat luottamus ja yksikköhinnat. Hinnoittelumalleja on kuitenkin useita erilaisia, mikä vaikeuttaa hintojen vertailua asiakkaalle. ICT-palveluissa asiakkaan tulee huomioida palvelutoimittajan vaihtamisen kustannus, mikä vaikuttaa asiakkaan päätöksentekoon varsinkin isompien IT-ympäristöjen ulkoistussopimuksissa. Uusi sopimus käynnistyy käyttöönottoprojektilla, jossa mahdollisesti käydään edeltäneen sopimuksen hävinneen toimittajan kanssa prosessit läpi. Tämän jälkeen palvelun tuotanto alkaa jatkuvana palveluna.

Vincitillä on ICT-palveluliiketoiminnassa myös pieni konesali, sillä jotkin asiakkaat vaativat, että tieto säilytetään Suomessa omilla konesaleissa. Oman konesalin pyörittäminen ei kuitenkaan ole yhtiölle liiketoiminnan ytimessä, sillä yhtiöllä ei ole tällä alueella kilpailukykyä suurempia ja globaaleja toimijoita vastaan.

Ohjelmistokehityksen ja ICT-palveluiden ohessa Vincit tarjoaa IT-rahoituspalveluita sen omille asiakkaille laitehankinnoissa. Tämän liiketoiminnan merkitys yhtiölle on pieni. Yhtiö ei myöskään kannata oleellisia luottotappioriskejä, sillä rahoitettavat IT-hankinnat ovat asiakkaille liiketoimintakriittisiä ja Vincit itse vastaa samalla niiden ylläpidosta.

Henkilöstö avainasemassa - palkkamalli houkuttelee osaajia

Vincit on koko olemassaolonsa ajan panostanut erityisesti kahteen asiaan: henkilöstö- ja asiakastyytyvyyteen. Osoituksena ensimmäisestä Vincit Oy on valittu kolme kertaa Suomen parhaaksi työpaikaksi Great Place to Work -mittauksessa. Viimeisin voitto saavutettiin helmikuussa 2016. Kesäkuussa Vincit Group valittiin myös Euroopan parhaaksi työpaikaksi samassa kilpailussa. Alkuvuoden aikana yhtiö lanseerasi uuden LaaS-mallin (Leadership as a Service), jossa kukin työntekijä voi valita tarvitsemiaan johtamispalveluita omien tarpeidensa mukaan.

Vincitin liiketoiminnassa alan tyypillisestä poikkeavaa on yhtiön matala organisaatorakenne ja asiantuntijoiden palkkausmalli, jossa asiantuntijoiden palkasta osa perustuu niiden tuottamaan laskutukseen. Siili Solutionsilla oli aiemmin käytössään hyvin vastaava palkkausmalli, mutta käsityksemme mukaan Siili on kasvun myötä pääosin luopunut sen käytöstä. Vincitin matala organisaatorakenne ja palkkakannustin näkyvät yhtiöllä korkeampina käyttöasteina ja siten hyvänä kannattavuutena. Joustavan palkkamallin lisäksi Vincit Helsingin työntekijät ovat tytäryhtiön osakkaita ja saavat palkan lisäksi osinkoa. Kyseinen palkkamalli on arviomme mukaan yhtiölle yksi tärkeä kilpailuetu rekrytoinneissa.

Vincit käyttää toiminnassaan myös alihankintaa, mutta tämän osuus on suhteellisesti pieni. Alihankintaa käytetään silloin, kun yhtiö tarvitsee jotain erityistä osaamista. Yhtiö myy myös omaa asiantuntemusta alihankintana muille kilpailijoille. Alihankinnan käyttö kilpailijoiden kesken on alalla melko tyypillistä.

Osaamisalueet

Ohjelmistokehitys

Vincitin vahvuuksia ja erityisosaamisalueita ohjelmistokehityksessä ovat palvelumuotoilu, verkkopalvelut ja tietojärjestelmät, mobiilisovellukset, sulautetut järjestelmät sekä teollinen internet. Kilpailijoista Vincit erottuu erityisesti teknisellä osaamisellaan. Käsityksemme mukaan markkinat yhtiön osaamisalueille kasvavat tällä hetkellä kaksinumeroista vauhtia ja kilpailu painottuu osaajien rekrytointiin. Hinnan merkitys kilpailussa on pieni ja tärkeämpiä tekijöitä ovat usein osaaminen, referenssit ja yhteistyön sujuminen asiakkaan kanssa.

ICT-palvelut

ICT-palveluissa Vincitin tarjonta sisältää pilvipalveluita, perustietotekniikkaa, sovellusratkaisuja ja laaS-ratkaisuja (Infrastructure as a Service). ICT-palveluissa markkinan kilpailu on kovaa ja palvelutarjonnalla erottuminen vaikeaa. Vincit ei kilpaile ICT-palveluissa suurista asiakkaista, joissa ostajaorganisaatiot ovat raadollisimpia.

Vahvuudet ja heikkoudet

Vincitin vahvuuksia näkemyksemme mukaan ovat:

- Suuren toimijan laaja palvelutarjoama ja pienen yrityksen ketteryys
- Yrityskulttuuri ja rekrytointiosaaminen, mistä osoituksena Great Place to Work -voitot sekä onnistumiset rekrytoinneissa historiallisesti
- Asiakasprojektien monimuotoisuus, mielenkiintoisuus ja sopiva pituus tekevät Vincitissä houkuttelevan työnantajan

- Osin laskutukseen pohjautuva palkkamalli houkuttelee osaajia
- Yhtiön organisaatorakenne on itseohjautuva, minkä ansiosta johtajakerros on hyvin matala
- Vahva tekninen osaaminen
- 100 % tyytyväisyystakuu on uniikki lupaus markkinoilla

Yhtiön vahvuudet näkyvät hyvin yhtiön korkeissa käyttöasteissa (laskutus) ja edelleen kannattavuudessa. Lisäksi kannattavuutta ajaa matala kustannustaso, joka johtuu sekä matalamman hierarkian organisaatiosta, että Tampereen matalammasta palkkatasosta.

Yhtiön keskeisiä kehittämiskohteita, riskejä tai heikkouksia mielestämme ovat:

- Lähiajan riskit liittyvät pääosin vallitsevaan kilpailutilanteeseen IT-markkinoilla sekä yhtiön kykyyn jatkaa onnistuneita rekrytointeja ja pitää palveluksessaan avainhenkilöt.
- Vincitin osaamisalueista puuttuu vahva analytiikkaosaaminen.
- Vincitillä ei ole nearshore-toimipistettä, joka voisi tuoda kustannusetua ja helpottaa rekryointivajetta.
- Esteenä kansainvälistymiselle on yhtiön toimintakieli suomi, mikä myös rajaa kykyä rekrytoida kansainvälisiä työntekijöitä.
- Vincitin ja Javerdelin yhdistyminen sisältää useita riskejä eikä Vincitillä ole suuremmin kokemusta yrityskaupoista ja niiden integroinnista.
- Kasvun myötä yhtiön kulttuuri voi dilutoitua. Tätä yhtiö pyrkii vastavaikuttamaan pitämällä toimipisteitä/organisaatiota solumaisina.

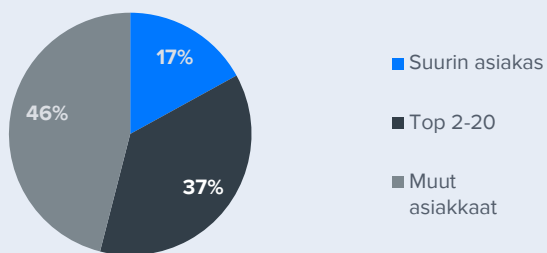
Vincitin liiketoiminta

Vincitin palvelut



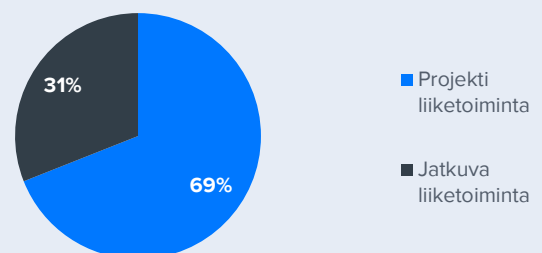
Lähde: Vincit, Inderes

Liikevaihto – Asiaksmix

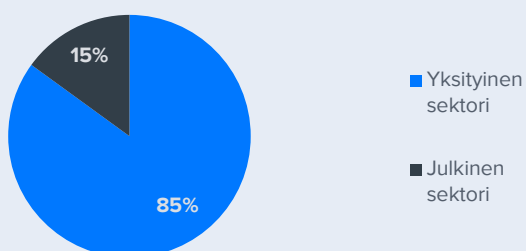


Lähde: Vincit ja Inderes

Projektin ja jatkuva liiketoiminta



Liikevaihto – yksityinen vs. julkinen



Lähde: Vincit ja Inderes

Toimiala ja kilpailu

Suomen IT-palvelumarkkinan näkymät ovat näkemyksemme mukaan piristyneet selvästi kuluvan vuoden aikana digitalisaatiomurroksen sekä yleisen taloustilanteen lievän piristymisen myötä. Ohjelmistokehityksessä markkinan kysyntätilanne on Vincitille erittäin suotuisa ja kasvun suurin pullonkaula yhtiölle on hyvien osaajien saatavuus. Markkinan kilpailu onkin siirtynyt asiakkaista parhaiden osaajien rekrytointiin, missä Vincit on käsityksemme mukaan hyvin vahvoilla. Kasvulla ja kannattavuudella mitattuna Vincit on yksi Suomen IT-palvelumarkkinan 2010-luvun menestyneimpiä yrityksiä. Yhtiö asemoituu modernina ohjelmistokehittäjänä selkeästi IT-markkinan murroksen voittajien joukkoon. ICT-palveluissa Vincitin markkinoiden kasvu on selvästi hitaampaa ja kilpailu kireää. Yhtiö pyrkii tässä liiketoiminnassa kasvamaan ja saamaan kilpailuetua ristiinmyynnillä ja synergioilla ohjelmistokehitysliiketoiminnan kanssa.

Suomen IT-palvelumarkkina

Viime vuosien kasvu ollut tahmeaa

Suomen ICT-kokonaismarkkinan koko on Gartnerin (MarketVisio) arvion mukaan hieman yli 6 miljardia euroa (sisältäen laitemyynnin), mistä IT-palvelumarkkinan koko on noin puolet. Pohjoismaiden (Ruotsi, Norja, Suomi, Tanska) IT-palvelumarkkinan koko on noin 14,4 miljardia euroa ja Suomen osuus tästä noin viidennes (IDC).

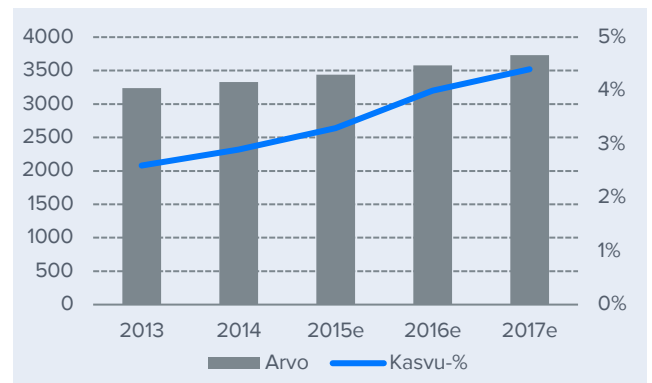
Vincitille relevantti Suomen IT-palvelumarkkina kokonaisuutena on käytännössä lähes polkenut paikallaan viime vuosina heikosta taloustilanteesta johtuen. Kasvu on ollut nollan tuntumassa tai hieman sen yläpuolella sektorilla seuraamiemme yhtiöiden markkinakomenttien perusteella. Tämä huomioiden Vincitin voimakas orgaaninen kasvu on ollut erinomainen suoritus.

Viime vuosien taantumaolosuhteissa yritysten ja julkishallinnon kysyntä IT-ratkaisuissa on painottunut liiketoiminnan tehokkuutta parantaviin ja nopeita kustannussäästöjä tuoviin IT-ratkaisuihin. Niiden ohjelmistojen hankintaa on lykätty, jotka eivät ole liiketoiminnan kannalta kriittisiä tai välttämättömiä. Lisäksi IT-hankinnat ovat alkaneet painottua pienempiin ja nopeasti toimitettaviin projekteihin, mikä on tukenut pieniä ja ketteriä toimijoita. Hinnan merkitys on voinut korostua heikon kasvun ympäristössä joissain tapauksissa, mutta markkinalla ei näkemyksemme mukaan ole ollut merkkejä erityisen rajusta tai epäterveestä hintakilpailusta.

Talouden syklit vaikuttavat eri tavalla myös asiakassektoreihin ja niiden IT-hankintojen aktiviteettiin. Vincit palvelee hyvin laajasti eri loppuasiakassektoreita ja eri kokoisia yhtiöitä, eikä yhtiö ole riippuvainen yksittäisestä teollisuudenalasta. Yhtiö poikkeaa monista IT-palveluyhtiöistä siinä, että julkisen sektorin painoarvo on Vincitillä hyvin pieni erityisesti ohjelmistokehityksessä. Tämä johtuu lähinnä siitä, ettei kiinteitä projekteja hinta edellä ostaville julkisen sektorin asiakkaille usein sovi Vincitin tapa

toimittaa hankkeita iteratiivisesti tuntilaskutukseen perustuen.

Suomen IT-palvelumarkkinan kasvu 2013-2017



Lähde: MarketVisio/Gartner

Markkinan kasvunäkymät piristyneet selvästi

Markkinatutkimusyhtiö Gartner on arvioinut Suomen ICT-kokonaismarkkinan kasvavan noin 2 %:n vauhtia tänä vuonna ja kasvun kiihtyvän hieman lähivuosina. IT-palveluissa kasvu on kokonaismarkkinaa nopeampaa.

Kuluvaa vuotta tarkasteltaessa IT-palveluyhtiöiden näkymät ovat mielestämme paremmat kuin viime vuonna, jolloin markkinakasvu jäi monien arvioiden mukaan lähelle nollaa. Useiden kuluvan vuoden aikana tapaamiemme IT-palveluyhtiöiden markkinakomenttien perusteella markkinalla on havaittavissa yhä selvempiä piristymisen merkkejä tälle vuodelle. Markkinan piristyminen johtuu osin Suomen taloustilanteen lievästä piristymisestä. Suurempana ajurina mielestämme on digitalisaatiomurros, jonka myötä organisaatioiden IT-hankinnat ovat alkaneet painottua yhä enemmän uutta liiketoimintaa ja ansaintaa luoviin ratkaisuihin perinteisten sisäistä tehokkuutta parantavien järjestelmien sijaan. Tämä on pakottanut asiakkaita pohtimaan IT-investointeja uudesta näkökulmasta. IT:llä pyritään yhä enemmän parantamaan nykyisiä tuotteita ja

palveluita sekä luomaan uusia ansaintamahdollisuuksia. Yhtä useammat asiakasorganisaatiot myös kohtaavat digitalisaation myötä uutta globaalia kilpailua, mikä on pakottanut niitä kasvattamaan investointeja heikosta taloustilanteesta huolimatta.

Vincitin ICT-palveluliiketoiminnassa markkinan kasvunäkymä on huomattavasti maltillisempi kuin ohjelmistokehityksessä. Tällä alueella markkinan kasvu todennäköisesti noudattelee Suomen ICT-kokonaismarkkinan muutaman prosentin kasvuvauhtia.

Kilpailu siirtynyt asiakkaista osaajiin

Vincitin ja monien muidenkin IT-palvelusektorin yhtiöiden mukaan markkinalla on jopa ylikysyntää, minkä takia osaajien saatavuus rajoittaa monien kasvua. IT-palvelumarkkinassa erityisesti ohjelmistokehityksessä kilpailu onkin siirtynyt asiakkuuksista yhä enemmän osaajien rekrytointiin erityisesti viimeisen vuoden aikana. Monet sektorin yritykset ovat alkaneet investoida erityisesti työnantajakuvaan ja näkyvyyteen rekrytoijana. Esimerkiksi Vincit, Innofactor, Digia, ja Solita ovat kertoneet julkisesti pyrkivänsä palkkaamaan tänä vuonna yli 100 osaajaa Suomessa. Työntekijöitä on pyritty houkuttelemaan erilaisilla kampanjoilla ja kilpailemalla Great Place to Work -mittauksissa.

Suurten generalistien (Tieto, CGI) sekä Nokian laajojen irtisanomisten myötä tarjonta IT-osaajista Suomessa on ollut kohtalaisen hyvää. Suurten toimijoiden väenvähennykset perinteisten palveluiden alueilta ovat pitäneet osaajien tarjonnan kohtalaisena ja palkkainflaation maltillisena. Vuonna 2015 esimerkiksi IT-alan palkat säilyivät ennallaan, mutta tuloerot kasvoivat (TIVIA 3.2.2016). Toimialan nopean rakennemuutoksen (digitalisaatiomurroksen) takia IT-osaajien tarjonta osaamisalueiden puolesta ei kuitenkaan arviomme mukaan ole vastannut markkinan kysynnän tarpeisiin ja useilla kasvavilla alueilla kilpailu osaajista on ollut kovaa ja saatavuus heikkoa. Digitalisaation myötä vanhasta teknologiakeskeisestä insinööriosajasta tarve on siirtynyt osaajiin ja IT-yrityksiin, jotka osaavat yhdistää teknologian lisäksi luovuuden ja liiketoimintaymmärryksen. Tämä on IT-palveluyrityksille erittäin vaikea kyvykkyys rakentaa, sillä niiden insinöörikeskeinen kulttuuri ei usein taivu tähän tarpeeseen. Tämä luo tilaa uusille, pienemmille ja ketterille toimijoille kasvaa ja houkuttaa parhaita osaajia.

Markkinan kilpailun siirtyminen osaajiin kuvastaa osittain Vincitin kaltaisen konsulttiliiketoiminnan haastavuutta: markkinalla käydään aina kovaa kilpailua joko kapasiteetista (työntekijät) tai kysynnästä (asiakkaat). Menestyvät yritykset pystyvät ennakoimaan markkinoiden kysyntätrendejä sekä hankkimaan ja kouluttamaan jatkuvasti näihin trendeihin vastaavia osaajia.

Toimialan kilpailutilanne terveellä tasolla

Mielestämme Suomen IT-palvelumarkkina on hitaasta kasvusta huolimatta yleisellä tasolla varsin terve eikä markkinalla ole merkkejä rajusta hintakilpailusta. Markkinalla ei ole merkittävää ylikapasiteettia ja toimijoiden keskimääräiset kannattavuustasot ovat hyviä. Julkista sektoria lukuun ottamatta asiakkaat ymmärtävät jo hyvin, ettei ohjelmistokehitystä kannata hankkia konsultin tuntihinnan perusteella, sillä sen perusteella ei pystytä arvioimaan projektin lopullista kustannusta tai laatua. Alalla paljon puhuttu intialaisten offshore-toimijoiden tuoma hintakilpailupaine ei kosketa Vincitin kaltaisia pieniä toimijoita.

Vincitin ICT-palveluliiketoiminnassa kilpailu markkinoilla on arviomme mukaan kireämpää kuin ohjelmistokehityksessä. Perustietotekniikan ulkoistuksessa asiakkaan on huomattavasti helpompi myös vertailla eri toimijoiden hintoja. ICT-palveluissa perustietotekniikassa markkinalla kilpaillaan tyypillisesti isoista monivuotisista sopimuksista, jolloin asiakkaat kilpailuttavat ahkerasti sopimuksia niiden uusiutuessa. Vincit kohtaa tällä alueella kilpailua myös useilta suuremmilta toimijoista kuten Tieto, Elisa ja Enfo. ICT-palveluissa perinteisissä infrastruktuuripalveluissa kilpailu muuttuu globaaliksi pilvipalveluiden myötä ja paikallisten pienten toimijoiden on löydettävä selkeä erikoistumisalue.

Markkinatrendit

Trendit asiakkaiden ostokäyttäytymisessä

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

- Suuria, monivuotisia erp-implemентаatioita (SAP, Oracle, IBM) ei enää tehdä ja tämä markkina kuihtuu, koska nämä investoinnit on jo tehty. Vakiintuneet toiminnanohjausjärjestelmät eivät poistu asiakkailta, mutta ne jäävät ylläpitotilaan olemassa olevien IT-toimittajien hoitoon. Investoinnit kohdistuvat vakiintuneiden järjestelmien päälle rajapintaratkaisujen avulla rakennettaviin järjestelmiin ja palveluihin. Häviäjiä ovat suurista projekteista riippuvat generalistit. Hyötyjiä usein pienemmät toimijat.
- IT:n hankkiminen suurina projekteina vähenee ja siirtyy kohti pienempiä, iteroivia prosesseja sekä jatkuvaa kehitystä. Siirtymässä projekteista palveluihin IT-yhtiöt etsivät samalla uusia skaalautuvampia liiketoimintamalleja, joissa ansainta voi pohjautua perinteisen lisenssi- tai projektitulon sijaan esimerkiksi asiakkaalle tuotetun arvon jakamiseen. Häviäjiä ovat jäykät ja hidasliikkeiset projektiorganisaatiot. Hyötyjiä ovat toimijat, joilla on ketteryyttä, kyky hallita kokonaisvaltaisesti useiden eri toimittajien palveluita sekä kyvykkyudet jatkuvien palveluiden tuottamiseen.

- 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 teknisen osaamisen lisäksi liiketoimintaymmärrystä.
- IT-budjettien omistus asiakkailta hämärtyy ja siirtyy CIO-roolista yhä enemmän liiketoimintajohtajien ja markkinoinnin rooliin. Häviäjiä ovat insinöörikeskeiset talot. Hyötyjiä ovat asiakkaan liiketoimintaa ja ansaintaa ymmärtävät toimijat, joilla on myös vahvaa ymmärrystä asiakkaan toimialasta.
- Käyttäjakeskeisyys tulee korostumaan. Osaaminen palveluiden käyttäjäkokemuksessa ja käytettävyydessä eri päätelaitteilla nousee tärkeämmäksi kilpailutekijäksi IT-toimittajaa valitessa. Häviäjiä ovat lähes kaikki vakiintuneet IT-palvelutalot, sillä ne joutuvat investoimaan tälle alueelle tai hankkimaan osaamista talon ulkopuolelta nykyisen puutteellisen osaamisen takia. Hyötyjiä ovat pienet luovat, design-keskeiset toimijat.
- Halvimpien offshore-resurssien merkitys kilpailutekijänä pienenee, sillä uusia digitaalisia palveluita on vaikea toteuttaa luotettavasti, riittävän nopeasti ja kustannustehokkaasti toisella mantereella sijaitsevilla offshore-resurssilla. Lisäksi projektit ovat usein liian pieniä toteutettaviksi offshoreissa. Häviäjiä ovat toimijat, joiden kilpailuetu on perustunut puhtaasti offshore-kustannustehokkuuteen. Hyötyjiä ovat toimijat, jotka pystyvät yhdistämään paikallisen läsnäolon lähellä asiakasta sekä saavuttamaan riittävän kustannustehokkuuden hyödyntämällä nearshore- ja/tai offshore-resurssia oikeassa suhteessa.
- Kaikki asiakkaiden IT-toiminnot, mitä voidaan viedä pilveen, tullaan myös viemään pilveen sen hyötyjen takia. Hyötyjiä ovat ne, joilla on vahvaa omaa osaamista pilviteknologioissa. Häviäjiä ovat ne, jotka eivät pysty haastamaan globaaleja toimijoita investoinneissa omaan pilviteknologioiden tuotekehitykseen ja infrastruktuuriin.
- Perinteinen ohjelmistolisenssin jälleenmyynti siirtyy pilveen ja päämiehet kuristavat jakelijoiden lisenssikomissioita. Häviäjiä ovat lisenssin jälleenmyynnistä vahvasti riippuvaiset toimijat. Hyötyjiä ovat pitkässä juoksussa asiakkaat.

Trendit eri asiakastoimialoilla

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

- Julkisella sektorilla tehokkuutta ja kansalaisille parempaa palvelua haetaan palveluiden sähköistämällä ja tehokkaammalla tiedon hyödyntämällä. Tulevaisuuden mahdollisuuksina tutkitaan älykaupunkiin liittyviä mahdollisuuksia. Lisäksi julkisten palveluiden organisaatioiden keskittäminen ja

hallinnon uudistukset kasvattavat tarvetta IT-järjestelmien keskittämiseksi. Viime vuosina julkishallinnon sähköisissä palveluissa Suomessa yhdeksi uudeksi kärkinimeksi on noussut nopeasti kasvanut Solita.

- Kaupan alalla digitalisaatiomurros on yllättänyt Suomessa monet konservatiiviset toimijat housut kintuissa. Kaupan ala joutuu kasvattamaan merkittävästi investointejaan digitaalisiin kanaviin pystyäkseen vastaamaan uuteen kilpailuun. Suomen IT-palvelualalla Solteq on reagoinut tähän Descom-yritysostolla ja Tieto Smilehouse-yritysostolla.
- Finanssisektorilla vakiintuneiden toimijoiden riskinä on niiden heikko kyky innovoida uutta uusien fintech-toimijoiden luodessa uutta kilpailupainetta. Investoinnit uusiin, käyttäjälähtöisiin digitaalisiin palveluihin lisääntyvät.
- Teollisuus ja palveluala panostavat nykyisiä tuotteita tai palveluita parantaviin digitaalisiin palveluihin ja kokonaan uusiin digitaalisiin palveluihin. Lisäksi teollisuudessa uusia pitkän tähtäimen kasvumahdollisuuksia etsitään IoT-sovelluksista. Suomen IT-palveluyhtiöistä käytännössä kaikki kertovat panostavansa IoT-alueeseen, mutta sen vaikutus sektorin yhtiöiden liikevaihtoihin on vielä marginaalinen.

Murros jakaa markkinaa kahtia

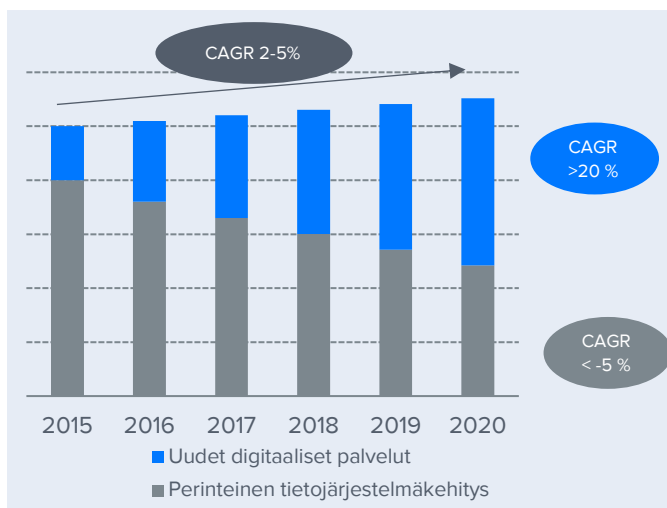
Riippuen IT-yrityksille relevanteista markkinoista, voidaan karkeasti olettaa IT-palvelumarkkinan jakautuvan noin 20/80 % jaolla uusien digitaalisten palveluiden ja perinteisemmän tietojärjestelmäkehityksen välille. Useamman käsityksen mukaan suhdeluku muuttuu modernin arkkitehtuurin myötä ja vastaava jako vuonna 2020 on lähemmäs 50/50 %.

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

Ei ole sattumaa, että viime vuosina IT-generalistien tehdessä mittavia irtisanomisia samaan aikaan monet pienet IT-talot ovat pystyneet huimaan kasvuun. Kahtiajako ”perinteisen IT:n” ja ”nousevan IT:n” välillä on mielestämme yksi keskeisiä syitä, minkä takia Suomenkin aneemisesta markkinasta löytyy esimerkiksi Siilin, Vincitin, Solitan,

Reaktorin ja Futuricen kaltaisia voimakkaasti kasvavia toimijoita. Vincit asemoituu mielestämme selkeästi markkinan kasvaville osaamisalueille, mitä todistaa yhtiön voimakas kasvu. Toisaalta perinteisen IT-kehityksen hiipuminen ja sen automatisoituminen selittävät osittain Tiedon ja CGI:n kaltaisten toimijoiden vaatimatonta kasvua ja mittavia irtisanomisia Suomessa.

IT-palvelumarkkinan jakautuminen



Lähde: Inderes

Kilpailijat ja vertailuyhtiöt

Kilpailijoina IT-generalistit ja pienet erikoistuneet toimijat

Vincitin pääasiallisia kilpailijoita ohjelmistokehityksessä ovat Suomessa toimivat suuret, usein kansainväliset IT-generalistit sekä pienemmät ohjelmistokehitystalot. Generalisteista esimerkkeinä voidaan mainita Tieto, CGI (ent. Logica), Cap Gemini, Fujitsu ja Accenture. Pienemmistä ohjelmistokehitystalosta kilpailijoina voidaan mainita Siili Solutions, Reaktor, Futurece, Gofore ja Solita. Selkeitä yksittäisiä pääkilpailijoita Vincitille on kuitenkin vaikea osoittaa kentän pirstaleisuuden vuoksi. ICT-palveluliiketoiminnassa Vincit kilpailijoita ovat esimerkiksi Enfo, Elisa, Nebula, Tieto, Fujitsu sekä lukuisat pienet toimijat.

Suurten IT-generalistien vahvuutena kilpailussa on mittavat resurssit, joita tukee usein offshore-tuotanto ja sen kustannustehokkuus. Nämä yhtiöt ovat usein keskeisimmissä asiakkuuksissaan vahvasti etabloituneita ja ne ovat keskittyneet palvelemaan vain suurimpia asiakasorganisaatioita. IT-generalistit ovat tyypillisesti kehittäneet asiakkaidensa IT-järjestelmiä yli vuosikymmenen

ajan ja asiakkaiden IT-budjeteista merkittävä osa kuluu näiden olemassa olevien vanhojen järjestelmien ylläpitämiseen ja kehittämiseen. Tämä turvaa suurten palvelutalojen asemaa kilpailussa. Lisäksi asiakkaan IT-järjestelmiä on tyypillisesti kehitetty siten, että IT-toimittajan vaihtaminen on tehty asiakkaalle vaikeaksi (vendor-lock). IT-generalistien asema suurissa organisaatioissa murtuu siten hitaasti. Suurten organisaatioiden IT-budjeteista valtaosa kohdistuu nykyisten järjestelmien ylläpitoon ja kehittämiseen, mikä tekee uusien toimijoiden murtautumisen asiakkuuksiin vaikeaksi ja edellyttää niiltä selkeästi erottuvaa strategiaa.

Vincitin kaltaiset pienemmät toimijat erottuvat tyypillisesti kilpailussa ketteryydellä, paremmalla palvelulla tai osaamisella jossain erikoistumisalueessa. Pienten toimijoiden kyky rekrytoida parhaita osaajia on myös korostunut kilpailussa.

Vincit erottuu markkinalla muista toimijoista hieman myös siinä, että yhtiö palvelee hyvin laajalla skaalalla eri kokoisia asiakkaita. Yhtiö tekee paljon myös pieniä projekteja pienille asiakkaille, joita monet suuremmat kilpailijat eivät palvele. Mitä suurempi asiakkuus, sitä kansainvälisempää kilpailusta tulee ja sitä isompia toimijoita kilpailussa kohdataan.

Vertailuryhmän kasvu ja kannattavuus

Tarkastelemme sivun 16 kuviossa listattujen sekä listaamattomien suomalaisten ja muiden Pohjoismaisten IT-palveluyhtiöiden kasvua ja kannattavuutta. Tarkasteltava joukko muodostaa myös osin arvonmäärityksessämme käyttämämme vertailuryhmän. Kaikki yhtiöt eivät välttämättä ole Vincitin kilpailijoita ja osa niistä on listaamattomia, mutta niiden liiketoimintamallit ovat yhtiön kanssa samankaltaisia. Vertailussa Vincitin luvuissa ei ole huomioitu Javerdel-yritysostoa, joten luvut ovat orgaanisia ja hyvin vertailukelpoisia muihin palveluyhtiöihin nähden.

Vertailuryhmän kasvu vuositasolla 2011-2015 on ollut keskimäärin 12,6 %, mitä selittää markkinan nopea toipuminen finanssikriisin jälkeen sekä useiden toimijoiden tekemät yrityskaupat. Voimakkaimmin kasvaneet yhtiöt ovat pääasiassa laajentuneet yritysostoin (erityisesti Solteq ja Innofactor), mutta joukossa on myös vahvoja orgaanisia kasvavia (Solita, Futurece, Vincit, Reaktor). Solitalla ja Vincitillä kasvu on ollut orgaanista, mikä on erinomainen suoritus. Siilillä kasvusta reilut puolet on ollut orgaanista ja loput yrityskauppoihin perustuvaa. Hitaimmin ovat kasvaneet suuremmat toimijat, jotka ovat kärsineet markkinan murroksesta (kuten Affecto, Tieto, CGI, Know-IT).

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

ketterämmät toimijat ovat pystyneet tehokkaammin vastaamaan. Markkinoilla on siis ollut pienille toimijoille hyvin tilaa kasvaa, jos ne ovat osanneet keskittyä oikeille palvelualueille.

Kannattavuuden osalta vertailujoukon keskiarvo on 11,2 % käyttökatteella (EBITDA-%) mitattuna vuositason 2011-2015. Yhtiöt ovat keskimäärin kannattavuudeltaan terveellä tasolla, eikä vertailussa ole merkkejä toimialan epäterveestä kilpailu- tai kapasiteettitilanteesta. Peukalosääntönä IT-palveluiden toimialalla 10-15 % EBITDA-tasoa voidaan pitää hyvänä kannattavuustasona. Yksinumeroisiin kannattavuustasoihin yhtiöiden ei pitäisi olla tyytyväisiä. Suuret generalistit Tieto ja CGI ovat ylläpitäneet hyvää kannattavuutta hitaasta kasvusta huolimatta. Pienistä toimijoista kannattavuudessa joukosta selvimmin erottuvat Vincit ja Reaktor jopa 20 %:n tason EBITDA-marginaaleihin. On jopa hieman hämmentävää, miten nämä kaksi toimijaa ovat pystyneet niin selkeästi sektorin keskimääräisiä korkeampiin kannattavuuslukemiin. Selkeä yhteinen nimittäjä molemmilla on erittäin hyvä työnantajakuva ja voimakas panostus henkilöstöön.

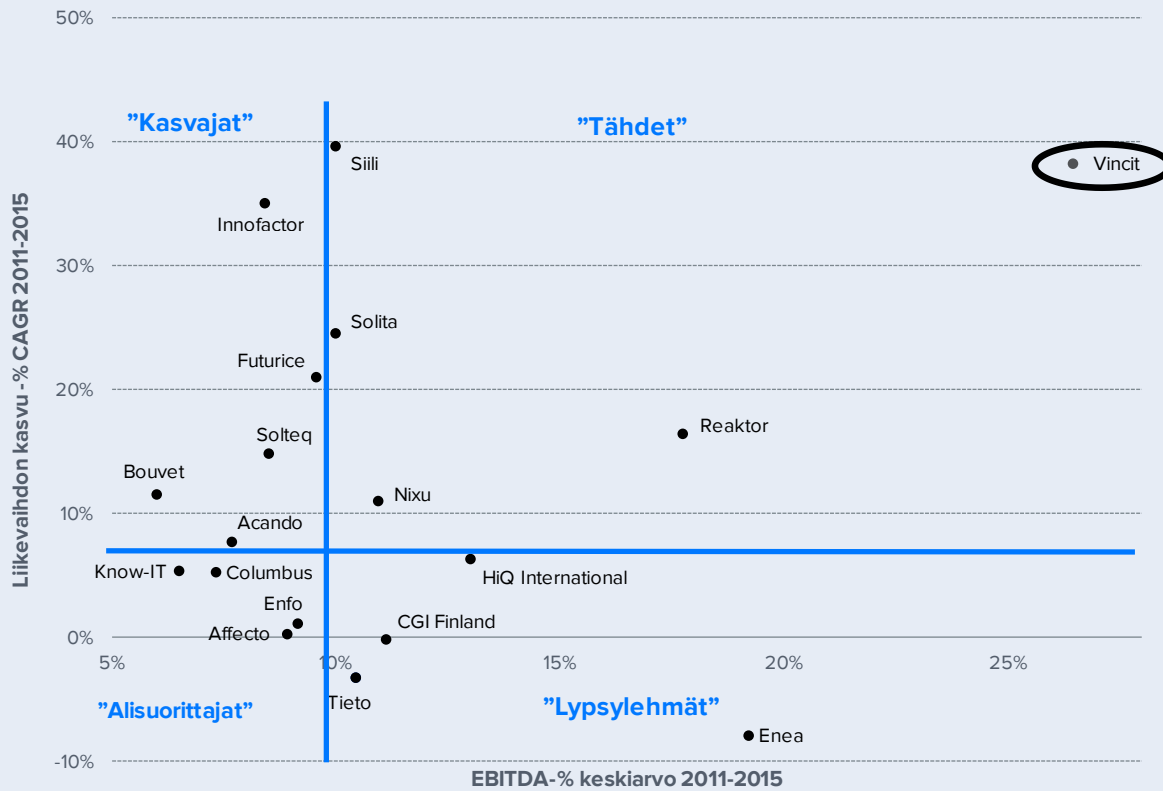
Kannattavuuden ja kasvun yhdistelmää viiden vuoden ajalta vertailemalla markkinassa erottuvat muutamat toimijat ylitse muiden. Tähtipelaajien lokeroon asettuvat mielestämme Solita, Siili, Nixu ja Reaktor. Vincit on kuitenkin 38 %:n keskimääräisellä kasvulla ja 27 %:n keskimääräisellä EBITDA-marginaalilla markkinalla täysin omassa luokassaan.

Arviomme mukaan Vincitin selkeästi sektorin keskimääräistä korkeampaa kannattavuutta selittävät seuraavat tekijät:

- Osaajista merkittävä osa on Tampereella, missä palkkakustannukset ovat matalampia. Arvioimme Tampereen palkkatason olevan noin 10-20 % matalampi verrattuna esimerkiksi Helsinkiin. Yhtiöllä työskentelee Tampereella tällä hetkellä noin 180 työntekijää.
- Matala organisaatorakenne ja johtajakerroksen puuttuminen.
- Vincit ei kanna projektiriskiä tekemällä kiinteähintaisia projekteja erityisesti suurille asiakkaille.
- Vincit toteuttaa tehokkaasti myös pieniä projekteja pienemmille asiakkaille. Näissä marginaalit voivat olla korkeampia kuin suurasiakkaissa, joilla on IT:n ostajat ovat ammattimaisia ja vahvassa neuvotteluasemassa.

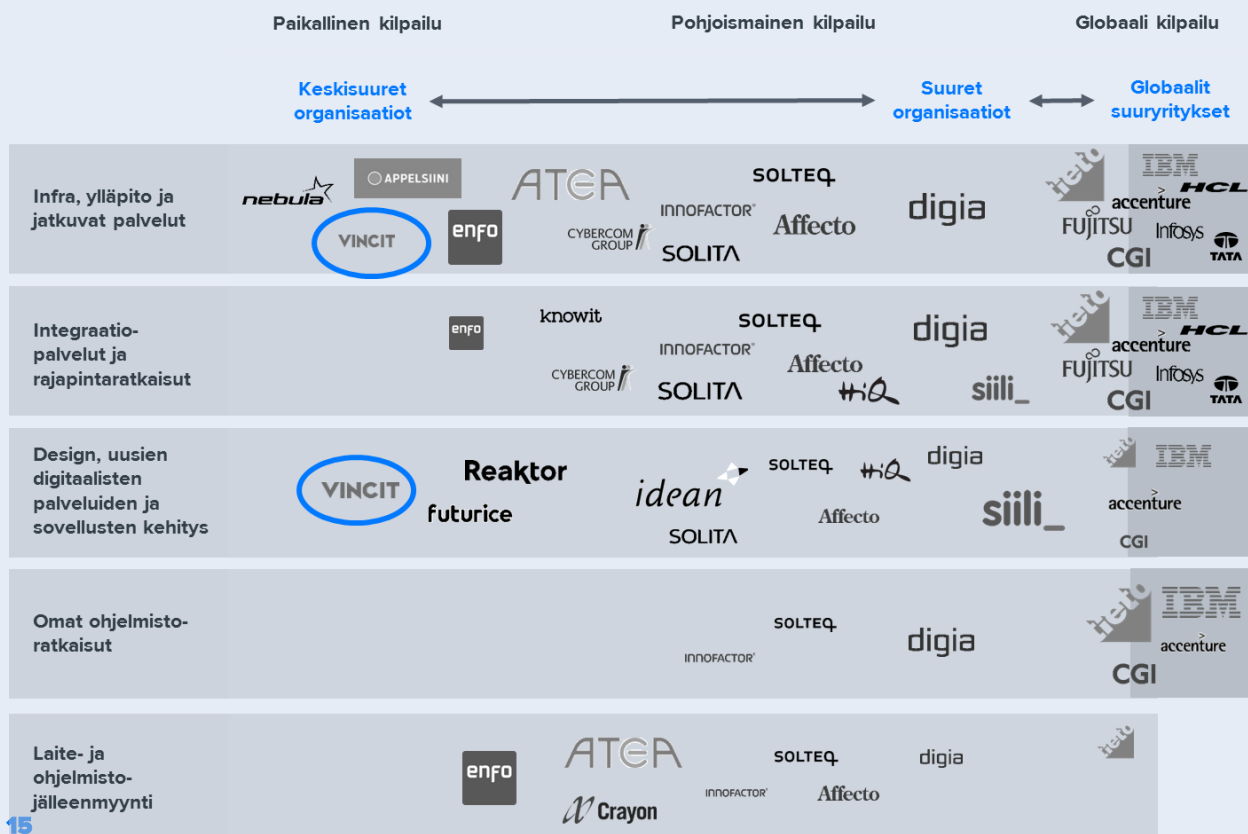
Toimiala

IT-palvelusektorin kasvu- ja kannattavuusvertailu (Vincit ohjelmistokehitysliiketoiminta)



Lähde: Bloomberg ja Asiakastieto

IT-palvelusektorin toimijoiden asemoituminen



Lähde: Inderes

Strategia

Vincitin strategian yksinkertainen tavoite on ”huomenna tyytyväisemmät työntekijät ja tyytyväisemmät asiakkaat kuin tänään”. Yhtiön hyvin henkilöstövetoinen strategia on toiminut tähän mennessä hyvin, mikä johtuu arviomme mukaan asiantuntijaliiketoiminnan luonteesta sekä markkinatilanteesta, jossa osaajien rekrytointi on korostunut. Vincit on strategiassaan vielä kasvuvaiheessa. Yhtiö tavoitteli listautumisella First North -markkinapaikalle henkilöstöomistuksen lisäksi lisää uskottavuutta, jotta yhtiö pystyy hyppäämään seuraavaan kokoluokkaan ja jatkamaan kasvuaan on nyt osittain saavutettu. Vincit hakee käsityksemme mukaan kasvua orgaanisesti nykyisillä ja uusilla palveluilla sekä mahdollisten yritysostojen kautta. Yhtiö avasi viime vuonna Helsingin toimipisteen ja fuusioitui ICT-palvelutarjoaja Javerdelin kanssa kasvattaakseen kokoluokkaansa sekä leventääkseen palveluportfoliota. Kuluva vuoden aikana yhtiö käynnisti kansainvälistymisen avaamalla toimipisteen Yhdysvaltoihin. Tulevista strategisista laajentumishankkeista tai -tavoitteista yhtiö on kuitenkin vielä melko niukkasanainen. Arviomme mukaan kotimarkkinoilla Vincitillä on vielä hyvin kasvumahdollisuuksia, joten fokus pysynee Suomessa. Kansainvälistymisessä yhtiö todennäköisesti etenee vähitellen ja pienin askelin.

Strategia

Valitulla strategialla paljon kasvumahdollisuuksia vielä Suomessa

Vincitin tavoitteena on kasvaa orgaanisesti Suomessa nykyisillä palvelualueilla, eli ohjelmistokehityksessä ja ICT-palveluissa. Lisäksi Vincit panostaa uusiin kasvaviin palvelualueisiin, kuten teollisen internetin palveluihin, missä yhtiöllä on jo osaamista. Tarvittaessa yhtiö on valmis laajentamaan palvelutarjontaan myös muille osa-alueille kulloisenkin asiakastarpeen perusteella.

Vincit ei ole strategiassaan erikoistunut mihinkään tiettyyn teknologiaan tai palvelualueeseen, vaan toimii esimerkiksi Siilin tavoin teknologiariippumattomasti useilla eri palvelualueilla. Tässä etuna on kyky valita teknologia asiakkaan tarpeen mukaan sekä kyky ottaa kokonaisvastuuta laajoista IT-hankkeista. Yhtiö ei myöskään ole erikoistunut mihinkään tiettyyn asiakassektoriin. Valittu strategia ei rajoita Vincitin kasvumahdollisuuksia, vaan markkinapotentiaalia on huomattavasti jo pelkästään kotimaassa. Yhtiön strategia pyrkii yhdistämään suuren IT-yhtiön palvelutarjoamaan ja pienen toimijan ketteryyden. IT-markkinan kilpailussa Vincit haastaa erityisesti suuria järjestelmäintegraattoreita ketteryydellään.

Vincitin vahvuudet ohjelmistokehityksessä ovat palvelumuotoilu, verkkopalvelut ja tietojärjestelmät, mobiilisovellukset, sulautetut järjestelmät ja Teollinen internet. Verrattuna kilpailijoihin samoilla alueilla Vincit erottuu teknisellä osaamisellaan.

Visio: huomenna tyytyväisemmät työntekijät ja asiakkaat

Vincitin visio ”huomenna tyytyväisemmät työntekijät ja asiakkaat” on myös yhtiön strategiaa ohjaava tavoite ja

samalla polku orgaanisen kasvun saavuttamiseksi. Vision sananjärjestys on juurikin niin, että työntekijät ensiksi, mikä johtaa myös tyytyväisempiin asiakkaisiin ja edelleen hyviin asiakassuhteisiin. Vincit panostaa selvästi oman henkilöstönsä kehitykseen, hyvinvointiin ja yrityskulttuuriin. Yhtiö uskoo tämän houkuttelevan parhaita työntekijöitä sekä johtavan ainutlaatuisen yrityskulttuuriin. Parhaiden työntekijöiden ja parhaan yrityskulttuurin kautta yhtiössä uskotaan asiakastyytyväisyyteen ja edelleen kasvun ja tuottavuuden paranemiseen.

Orgaanisen kasvun lähteet

Vincitillä ei ole virallisia julkistettuja strategisia kasvutavoitteita. Strategiassaan Vincit on kuitenkin maininnut orgaanisen kasvun lähteinä seuraavat yhtiön palvelualueet ja niiden vastaavat markkinan kasvuodotukset:

- **Mobiiliratkaisut** – noin 25 % CAGR vuoteen 2019
- **Pilvipalvelut** – noin 30 % CAGR vuoteen 2019
- **Teollinen Internet** – noin 50 % CAGR vuoteen 2019
- **IaaS** – noin 30 % CAGR vuoteen 2019
- ICT- palveluiden ja ohjelmistokehityksen ristiinmyynti

Ohjelmistokehityksessä yhtiö toimii selvästi markkinan kasvavissa segmenteissä ja kysyntänäkömä on vahva. ICT-palveluissa markkinakasvu on selvästi hitaampaa ja Vincitin kasvupotentiaali perustuu lähinnä ristiinmyyntiin.

Uusina mahdollisina kasvunlähteinä Vincitillä ovat seuraavat hankkeet tai palvelualueet:

- Testaus
- Uudet omat ohjelmistotuotteet (tällä hetkellä palveluväylä-, sähköisen asioinnin ja allekirjoituksen palvelut)

- Nearshoren mahdollisuudet (palvelutuotanto esimerkiksi Itä-Euroopan maissa)
- Kansainvälistyminen (Yhdysvallat)

Kansainvälistyminen

Vincit on käynnistänyt kansainvälistymisen avaamalla pienen muutaman henkilön toimipisteen Yhdysvaltoihin. Käsitksemme mukaan Vincitin vahva referenssi GE-asiakkuudesta on avannut yhtiölle keskusteluja merkittävienkin tahojen kanssa tällä markkinalla. Yhtiö kuitenkin etenee hyvin varovaisesti Yhdysvalloissa eikä ole perustamassa suurta paikallista organisaatiota maahan.

Yhdysvalloissa on tarjolla mielenkiintoisia mahdollisuuksia suomalaiselle IT-osaamiselle. Yksi syy tähän on se, että USA:n markkinan vahvan vedon takia konsulttien hinnat merkittävästi korkeampia kuin Suomessa. Jos markkinaa pystytään palvelemaan tehokkaasti Euroopasta käsin, voidaan konsulteista saada huomattavasti korkeampaa laskutusta kuin kotimaassa. Myös monet muut pienehköt IT-palveluyritykset ovat haistaneet tämän mahdollisuuden ja perustaneet toimipisteitä Yhdysvaltoihin (Siili, Reaktor, Nixu ja Idean).

Toinen syy Yhdysvaltoihin laajentumiselle monilla IT-yrityksillä on se, että läsnäolo tällä markkinalla pitää niitä jatkuvasti markkinan pulssilla uusista teknologioista ja trendeistä. Tämä markkinatuntemus tuo kilpailuetua kotimarkkinoilla.

Yrityskaupat

Vincit on strategiassaan kertonut siihen kuuluvan harkitut yritysostot valituissa kasvusegmenteissä. Kasvusegmenttejä voisivat olla:

- Tietoturva
- Identity and Access Management (IAM)
- BI/Analytiikka
- SaaS-liiketoimintasovellukset
- e-commerce

Strategian yritysostojen suhteen olemme hieman varauksellisempia, sillä yhtiöllä ei ole aiempaa kokemusta yritysostoista ja niiden integroinneista lukuun ottamatta vuoden vaihteessa toteutettua Javerdel-fuusiota. Yhtiötä kiinnostavista alueista mielestämme erityisesti tietoturvassa, IAM-alueella ja sähköisessä kaupankäynnissä ostettavia yrityksiä Suomessa on hyvin rajallisesti ja niiden arvostukset ovat nousseet korkeiksi, sillä sektorilla on jo tehty paljon yrityskauppoja. Vincitin mahdolliset yritysostot siten kohdistunevat ulkomaille tai hyvin pieniin toimijoihin. Listautumisen yhteydessä toteutettu osakeanti antoi yhtiölle pääomia yrityskauppojen tekemiseen, minkä lisäksi yritysostoihin voidaan nyt myös käyttää omaa osaketta.

Suomen IT-markkinaa tarkasteltaessa näemme Vincitin kaltaisilla pienehköillä toimijoilla hyvä edellytykset konsolidoida IT-palvelumarkkinaa Suomessa ja odotamme sektorin konsolidaation jatkuvan aktiivisena. Yritysostoja viime vuosina ovat toteuttaneet esimerkiksi Siili, Innofactor, Digia, Solteq sekä Enfo. Erityisesti listatuilla yhtiöillä yrityskaupoissa on niiden mahdollisuus käyttää omaa osaketta kauppohen rahoittamiseen sekä ostettavan yrityksen avainhenkilöiden sitouttamiseen. Tästä hyviä esimerkkejä ovat olleet Siili ja Innofactor, jotka ovat yrityskauppojen strukturoinneilla onnistuneet luomaan huomattavaa omistaja-arvoa. Konsolidaatiota IT-markkinassa tapahtuu myös kansainvälisellä ja globaalilla tasolla.

Javerdel-fuusio

ICT-palveluyhtiö Javerdel fuusioitiin Vincitiin viime vuoden vaihteessa ja kauppa toteutettiin osakevaihdoilla. Javerdelin liikevaihto oli viime vuonna noin 9 MEUR. Javerdelin perustajat saivat fuusiossa noin 31 %:n omistuksen uudesta Vincitistä.

Javerdelin liikevaihto on ymmärryksemme mukaan ollut suhteellisen stabiili, mutta sen tulkintaa sekoittaa muutos yhtiön kirjauskäytännöissä. Käsitksemme mukaan kirjauskäytäntöjä on muutettu pitkäkestoisissa sopimuksissa, sillä Javerdel kirjasi aiemmin pitkiä sopimuksia liikevaihdoksi hyvin etupainotteisesti. Javerdelin kannattavuus on myös vaihdellut voimakkaasti. Kannattavuuden heilahtelut heijastelevat Javerdelin liiketoimintamallin luonnetta, joka on melko riippuvainen volyymeistä. Lisäksi pitkien palvelusopimusten uusiutumiseen liittyy aina riskejä hintapaineesta ja kilpailusta. Kannattamattomien sopimusten tekeminen voi johtaa heikosti kannattaviin asiakkuuksiin useiden vuosien ajaksi.

Arvioimme Javerdel-fusion kannustimena Vincitille olleen kokoluokan kasvattaminen, jotta yhtiö olisi valmiimpi pörssilistaukseen. Lisäksi yhtiön tavoitteena oli laajentaa palvelutarjoamaa. Suurempi kokoluokka on esimerkiksi mahdollistanut Javerdelille pääsyn uusiin asiakkuuksiin. Synergiahyötyjä yhtiöiden välille pyritään saamaan erityisesti ristiinmyynnin kautta, mutta näemme synergiahyödyt muuten rajallisina. Vincitin liiketoimintaan ICT-palvelut tuovat pitkien sopimusten ansiosta ennustettavuutta ja tasaista kassavirtaa.

Kasvu ja kannattavuus

Vincit ei ole antanut strategiaa pitkän aikavälin tavoitteita kasvulle ja kannattavuudelle. Arvioimme mukaan Vincitillä on kuitenkin nykyisellä strategialla edellytykset tehdä lähivuosien aikana edelleen voimakasta, selvästi kaksinumeroista liikevaihdon kasvua eivätkä kotimarkkinalla markkinan koko tai kysyntätilanne toimi hidasteina. Kasvu

painottuu vahvasti ohjelmistokehitysliiketoimintaan. Kannattavuuden osalta yhtiö on jo tällä hetkellä yksi sektorin kannattavimpia yrityksiä. Siten mielestämme yhtiöltä olisi erinomainen suoritus, jos se pystyisi edes ylläpitämään nykyistä kannattavuustasoa kasvun jatkuessa lähivuosina. Vincitin keskeinen tuloskasvun ajuri tulee siten olemaan liikevaihdon kasvu, sillä kannattavuudessa näemme pitkällä aikavälillä enemmän paineita alaspäin kuin potentiaalia parannukseen.

Arviomme mukaan Vincit tulee muiden sektorin yhtiöiden tavoin olemaan kohtalaisen hyvä osingonmaksaja, koska yhtiön liiketoiminta ei sido merkittävästi pääomia ja rahavirta on melko vakaata. Vincitin virallinen tavoite on vuosittain maksaa vähintään 30 % nettotuloksesta osinkoina. Vuosina 2012-2015, Vincit on maksanut 18-60 % nettotuloksestaan osinkoina.

Strategia

Eri IT-palveluyhtiöiden strategioiden vertailu

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

Lähde: Inderes

Vincitin kasvun ajurit



Lähde: Inderes

Ennusteet ja arvonmääritys

Vincitin tavoitteena vuodelle 2016 on jatkaa kasvua ja kasvattaa markkinaosuuttaan orgaanisesti sekä säilyttää kannattavuus markkinoita korkeammalla tasolla. Lisäksi yhtiö kartoittaa erilaisia yritysostomahdollisuuksia. Sijoittajalle Vincit profiloituu sektorinsa yhtenä parhaiten kasvavana ja kannattavana IT-palveluyhtiönä, joka operoi markkinan nopeasti kasvavilla palvelualueilla. Suurimpina riskeinä näemme yhtiön kyvyn säilyttää selvästi kilpailijoita korkeampaa kannattavuutta pitkällä aikavälillä, Javerdel-fuusion riskit sekä yhtiön kyvyn ylläpitää vahvaa työnantajakuva. Vuosina 2011-2015 Vincit on kasvanut orgaanisesti keskimäärin 38 % vuodessa käyttökateen (EBITDA-%) ollessa keskimäärin 27 %. Arvioimme Vincitin kasvavan lähivuodet orgaanisesti 15 MEUR tai 16 % ja kannattavuuden (EBIT-%) tasaantuvan noin 17 %:n tasolle viime vuoden 21 %:sta. Yhtiön kannattavuus on jo näkemysmme mukaan täydessä potentiaalissa ja siinä on pitkällä aikavälillä laskupaineita, joten tuloskasvu on siten liikevaihdon kasvun varassa. Sijoittajakysyntä Vincitin osakkeelle oli yllättävän vahvaa, ja arvioimme sijoittajien hyväksyvän aiempaa arviotamme korkeamman suhteellisen arvostustason. Tästä huolimatta, korkea arvostus ja matala osinkotuotto saa meidät odottamaan parempia ostopaikkoja. Aloitamme Vincitin seurannan tavoitehinnalla 5,3 euroa ja myy-suosituksella.

Historiallinen kehitys

Vahvaa kannattavaa kasvua

Vincitin ohjelmistokehitysliiketoiminnan historiallinen orgaaninen kasvu on ollut todella vahvaa. Yhtiön liikevaihto on kasvanut orgaanisesti keskimäärin 38 % vuodessa vuosina 2011-2015. Viime vuonna liikevaihto kasvoi erityisen voimakkaasti (orgaaninen kasvu 82 %). Viime vuoden kasvu syntyi pääasiassa uusista asiakkuuksista ja asiakasprojektien määrän kehityksestä. Uusiasiakashankintaa veti Helsingin tytäryhtiön perustaminen.

Voimakkaasta kasvusta huolimatta Vincitin kannattavuus on pysynyt sektorinsa parhaalla tasolla ja käyttökatemarginaali on ollut keskimäärin 27 % vuodessa 2011-2015. Viime vuonna Vincitin käyttökate-% oli vahva 24 % (pro forma 21 %) voimakkaasta kasvusta huolimatta. Tämä on hyvin poikkeuksellista, sillä nopea rekrytointivauhti tyypillisesti rasittaa konsulttiliiketoiminnassa kannattavuutta. Yhtiö on siis pystynyt pitämään todella vahvoja käyttöasteita ja onnistunut ajamaan uudet osaajat asiakkuuksiin nopeasti. Vincitin tulosta vähemmistöosuusien kautta rasittaa Vincit CoOp Oy:n (Helsinki) henkilökunnan omistus. Viime vuonna vähemmistöosuus oli reilut 0,1 MEUR tai noin 3 % oikaistusta nettotuloksesta. Jatkossa tämän vähemmistöosuuden vaikutus tulokseen todennäköisesti kasvaa.

Viime vuoden Vincitiin fuusioituneen Javerdelin osien yhteenlaskettu liikevaihto oli hieman yli 9 MEUR. Javerdelin liikevaihto on ymmärksemme mukaan ollut suhteellisen stabiili, mutta sen tulkintaa sekoittaa muutos yhtiön kirjauskäytännöissä. Javerdelin kannattavuus on vaihdellut voimakkaasti. Kannattavuuden heilahtelut heijastelevat Javerdelin liiketoimintamallin luonnetta, joka on melko riippuvainen volyymeistä. Toisin kuin Vincitillä, Javerdelin

liiketoimintamallissa poistoilla on melko suuri vaikutus tulokseen konesali-investoinneista johtuen ja Javerdelin liiketoiminta sitoo siten enemmän pääomaa. Javerdelissa siten liikevoitto-% (EBIT-%) on käyttökate-%:ia (EBITDA-%) relevantimpi mittari kannattavuudelle.

Vincitin 2011 ja 2012 lukuja tarkastellessa on huomioitava, että yhtiön tilikausi oli 1.4.2011-29.3.2012 ja 1.4.2012-29.3.2013. Vuonna 2013 yhtiö raportoi ainoastaan 9kk luvut ja siirtyi tämän jälkeen raportoimaan kalenterivuoden mukaisesti. Tästä syystä olemme oikaisseet tilikauden 2013 luvut vastaamaan 12 kuukauden mittaista tilikautta. Vuoden 2015 vertailuna olemme käyttäneet pro forma-lukuja, joka antaa selkeämmän kuvan kuluvan vuoden kehityksestä.

Vincitin historiallinen kehitys



Lähde: Inderes, 2015=pro-forma

Taseeltaan Vincitin liiketoiminta on historiallisesti ollut todella vahva, eikä yhtiöllä ole ollut korollista vierasta pääomaa 2012-2014. Viime vuoden lopussa yrityksellä oli 6,7 MEUR korollista velkaa johtuen Javerdelin ja United Financen taseiden konsolidoinnista. Lisäksi Vincit Groupin

muodostumiseen johtaneissa järjestelyissä taseeseen syntyi liikearvoa noin 3,4 MEUR, joka poistetaan 10 vuodessa.

Vincitin tase kasvoi 20,9 MEUR:oon H1'16:lla (17,9 MEUR vuoden 2015 lopussa). Taseen kasvu johtui pääasiassa käyttöomaisuuden ja myyntisaatavien kasvusta. Vincitin omavaraisuusaste oli 36,0 % (33,9 % vuonna 2015) ja nettovelkaantumistaso 58,2 % (79,4 % vuonna 2015) ensimmäisen vuosipuoliskon lopussa. Yhtiön tase on matalasta omavaraisuudesta huolimatta terveellä pohjalla johtuen terveestä liiketoiminnasta ja vakaasta rahavirrasta. Velkaantuneisuus on Javerdelin myötä kuitenkin hieman koholla sektorin keskimääräiseen tasoon nähden.

Kasvu jatkui vahvana ja kannattavuus hyvä H1'16:lla

Vuoden 2016 ensimmäisellä puoliskolla Vincitin kasvu jatkui arvioimme mukaan todella vahvana. Liikevaihto kasvoi 15,7 MEUR:oon, missä orgaanista kasvua arvioimme mukaan oli yli 20 % (yhtiö ei ole raportoinut yhdistyneen yhtiön vertailulukuja). Yhtiö kertoo puolivuotiskatsauksessaan ohjelmistokehityksen vetäneen kasvua ja ICT-palveluiden liikevaihdon olleen edellisvuoden tasolla. Ohjelmistokehityksessä kasvua ajoi edelleen hyvänä jatkuva uusasiakashankinta. Erityisen vahvasti yhtiö kertoo onnistuneensa uusasiakashankinnassa pankki- ja vakuutustoimialalla. Yhtiön mukaan uusasiakashankintaa on tukenut yhdistymisen mukanaan tuoma tarjoaman laajeneminen, erityisesti niiden asiakkaiden keskuudessa, jotka pyrkivät keskittämään hankintansa harvemmillä toimittajille. Vincit kertoo vahvistaneensa myös asemaansa olemassa olevien asiakkaiden palvelutoimittajana.

Vincitin liikevoitto H1'16:lla oli 2,2 MEUR ja 13,7 % liikevaihdesta. Olemme oikaisseet ensimmäisen vuosipuoliskon liikevoittoa noin 0,5 MEUR:lla liikearvon poistoihin ja fuusioon sekä listautumiseen liittyvillä kustannuksilla, minkä jälkeen oikaistu liikevoitto oli 2,6 MEUR ja 17 % liikevaihdesta. Yhtiön henkilöstömäärä kasvoi vuoden alkupuoliskolla 51 henkilöllä tai 21 %:lla, mikä on todennäköisesti vaikuttanut kannattavuuteen negatiivisesti rekrytoitujen henkilöiden sisäänajosta johtuen. Tämä huomioiden pidämme oikaistua liikevoittomarginaalia vahvana.

Javerdelin liiketoiminnan fuusioinnin myötä Vincitin poistotaso on noussut H1'16:lla. Lisäksi tulosta rasittavat Vincit CoOp Oy:n vähemmistöosuudet, jotka kasvoivat 170 tuhanteen euroon (2015: 59 TEUR). Tämä kuvastaa Helsingin yksikön erittäin vahvaa kasvua ja kannattavuutta. Vähemmistöosuudet vastasivat jo 12 % nettotuloksesta, joten niillä on Vincitin tulokseen olennainen vaikutus, joka näkyy vasta liikevoitto-%:n alapuolella.

Alkuvuoden aikana yhtiö laajensi myös toimintaansa Yhdysvaltoihin perustamalla tytäryhtiön Kaliforniaan. Vaikka

yksikön liikevaihto oli ensimmäisellä puoliskolla vielä vähäistä, Vincit solmi asiakassopimuksen liittyen teolliseen internetiin (IoT) suuren yhdysvaltalaisen konsernin kanssa.

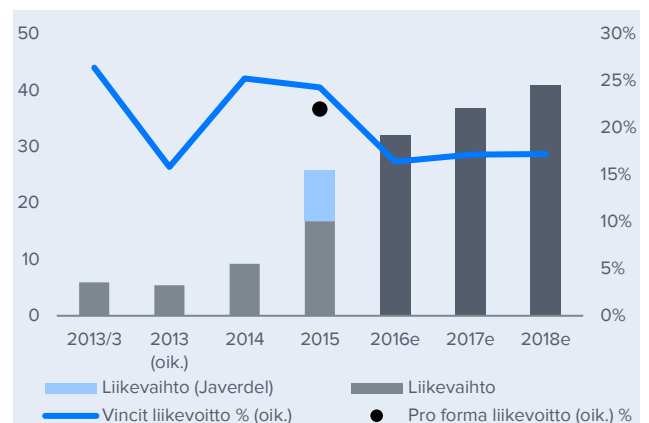
Ennusteet

Odotamme kannattavan kasvun jatkuvan H2:lla

Odotamme Vincitin jatkavan kannattavaa kasvuaan H2'16:lla liikevaihdon sekä oikaistun liikevoiton osalta. Arvioimme H2:n liikevaihdon olevan 16,4 MEUR ja oikaistun liikevoiton olevan 2,7 MEUR (16 % liikevaihdesta). Olemme oikaisseet liikevoittoa 0,9 MEUR:lla liittyen liikearvon poistoihin sekä arvioimme listautumiskuluihin. Yhtiö poistaa FAS-kirjanpidon mukaisesti liikearvoa taseestaan, joten liikearvopoistojen oikaisu on vertailukelpoisuuden näkökulmasta perusteltua.

Vincit on ohjeistanut sen 2016 tavoitteeksi jatkaa kasvua. Odotamme Vincitin helposti yltävän kyseiseen tavoitteeseen ja arvioimme koko vuoden liikevaihdon kasvavan 23 % 32,1 MEUR:oon (2015 pro-forma: 26,1 MEUR) ja oikaistun liikevoiton olevan 5,3 MEUR tai 16 % liikevaihdesta (2015 pro-forma 5,8 MEUR ja 22 %) vuonna 2016. Arvioimaamme liikevoitto-%:n heikentymiseen vaikuttaa poikkeuksellisen vahva vertailukausi 2015, vahva henkilöstön kasvu sekä listautumishanke, joka saattaa rasittaa organisaatiota myös operatiivisella tasolla. Ennusteessamme yhtiön oikaistu nettotulos vuodelta 2016 on 3,7 MEUR ja osakekohtainen tulos 0,33 EUR (2015 pro-forma: 4,4 MEUR).

Ennusteet



Lähde: Inderes, 2015=pro-forma

Keskipitkän aikavälin ennusteet

Vuoden 2016 jälkeen arvioimme Vincitin kasvavan orgaanisesti 15 % vuonna 2017 ja 11 % vuonna 2018. Ennustamme ohjelmistokehityksen ajavan kasvua ja ICT-palveluliiketoiminnan vain hienoisesti kasvavasta ristiinmyynnistä johtuen. Maantieteellisesti ennustamme pääkaupunkiseudun ajavan kasvua ja täten myös

henkilöstökustannusrakenteen hieman kasvavan. Toisaalta odotamme Javerdelin suhteellisen liiketoiminnan pienentyvän ja täten parempikatteisen ohjelmistopuolen osuuden nousevan, joten nettovaikutus marginaaleihin on neutraali. Tästä johtuen odotamme liikearvopoistoista oikaistun liikevoittomarginaalin olevan 17 %:n tuntumassa vuosina 2017-2018. Liikevaihdon kasvusta johtuen arvioimme oikaistun nettotuloksen kasvavan 3,7 MEUR:sta vuonna 2016 5,0 MEUR:oon vuonna 2018. Vastaavasti osakekohtainen tulos kasvaa ennusteessamme 0,36 eurosta vuonna 2016 0,47 euroon vuonna 2018.

Arvioimme Vincitin taseen hieman vahvistuvan tulevina vuosina liiketoiminnan tuloksen ja rahavirran myötä. Lisäksi listautumisanti vaikuttaa merkittävästi yhtiön vakavaraisuuteen. Arvioimme yhtiön maksavan osinkoa 40 % - 50 % osakekohtaisesta tuloksesta ja ennusteemme osakekohtaiselle osingolle vuosille 2016-2018 ovat 0,08 EUR, 0,17 EUR ja 0,22 EUR.

Arvostus

Sijoitusnäkemys

Vincit profiloituu sektorinsa parhaiten kasvavaksi ja kannattavaksi IT-palveluyhtiöksi, joka operoi selvästi markkinan kasvavilla segmenteillä. Yhtiön läheisin verrokki on mielestämme Siili Solutions, mutta myös muut kotimaiset ja pohjoismaiset IT-palveluyhtiöt ovat liiketoimintamalliltaan lähellä Vincitiä. Suurin ero Siiliin ja Vincitin välillä on ICT-palveluliiketoiminta, joka ei kuulu Siilin tarjontaan. Ohjelmistokehityksessä molemmat yhtiöt ovat menestyneet viime vuosina vahvasti. Siilillä kasvu on ollut yhdistelmä yrityskauppoja ja orgaanista kasvua, kun taas Vincitillä kasvu on ollut orgaanista. Siilin strategia ja osaamisalueet painottuvat enemmän design-osaamiseen, kun taas Vincitillä tekninen osaaminen on korostuneempi. Ruotsin markkinalla Siilin ja Vincitin kanssa hieman vastaavaa profiilia edustaa HiQ International, joka on ollut Ruotsissa yksi sektorin menestyjiä.

Näkemyksemme mukaan Vincitin arvostusta tukevat seuraavat tekijät:

- Markkinan vahvat kysyntäfundamentit Vincitin osaamisalueilla.
- Vincitin vahva kyky vastata kysyntään rekrytoinneilla ja hyvällä työnantajakuvalle.
- Sektorin parhaimpiin lukeutuva kannattavuus, jota ajaa matala itseohjautuva organisaatorakenne sekä kannustava palkkamalli.
- Poikkeuksellisen suuri henkilöstöomistus kannustimena henkilöstölle ja riskin madaltajana sijoittajalle.
- Yhtiön näytöt historiallisesta kannattavasta kasvusta.

- Matalariskinen liiketoimintamalli, jossa kannattavuus on ollut vakaata ja asiantuntijatyö tuntilaskutusta (ei merkittävää projektriskiä kiinteähintaisista projekteista).

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

- Yhtiön pieni koko ja osakkeen heikko likviditeetti
- Yhtiöllä ei ole lyhyen historiansa takia esittävä vahvaa track-recordia kovin pitkältä ajalta. Suurin osa Vincitin menestyksestä perustuu vuosien 2014 ja 2015 erinomaiseen suoritukseen.
- Javerdelin liiketoiminnan volyyymiherkkyys ja kilpailupaine.
- Yhdistymiseen (Javerdel) liittyvät riskit kuten laskentaperiaatteiden muutokset ja kahden hyvin erilaisen organisaatiokulttuurin ja liiketoimintamallin yhdistämiseen liittyvät haasteet.
- Mielestämme on epätodennäköistä, että yhtiö pystyisi ylläpitämään vuoden 2015 huomattavasti sektorin keskimääräistä kannattavuutta pitkällä aikavälillä yhtiön koon kasvaessa. Tuloskasvu nojaa siten vahvasti liikevaihdon kasvuun.
- Yhtiöllä ei ole selkeitä vahvoja tai kestäviä kilpailuetuja (kuten omat teknologiat) ja liiketoimintamallin skaalautuvuus on rajallinen.

Listautuminen First North-markkinapaikalle

Vincit kaupankäynti First North-markkinapaikalla alkoi eilen. Listautumisannin merkintähinta oli 4,2 euroa per osake. Vincit laski liikkeeseen 1,4 miljoonaa uutta osaketta ja kolme omistajaa myi yhteensä 1,16 miljoonaa osakettaan. Listautumisanti ylimerkittiin noin 5,6-kertaisesti. Yleisöannin noin 8,7-kertaisesta merkinnästä johtuen Vincitin hallitus päätti korottaa yleisöannin kokoa 170 000 osakkeella, eli noin 34 %:lla, siirtämällä osakkeita instituutioannista yleisöäntiin. Lopullinen allokaatio oli siis yleisöannissa 670 000, instituutioannissa 1 390 000 ja henkilöstöannissa 500 000 osaketta.

Arvioimme mukaan yleisöannin kovasta ylimerkinnästä johtuen hallitus päätti myös laskea yleisöannin minimimerkinnän rajaa 100 osakkeeseen alkuperäisestä 200 osakkeesta. Annin myötä yli 2/3 henkilöstöstä ovat Vincitin osakkeenomistajia ja kokonaisuudessa yhtiö sai yli 5 300 uutta osakkeenomistajaa. Anti keskeytettiin ensimmäisenä mahdollisena ajankohtana ja se kuvastaa vahvaa kysyntää, vaikkakin annin koko oli suhteellisen pieni.

Vahva orgaaninen kasvu ja yrityskaupat osakkeen ajureina listautumisen jälkeen

Listautumisen jälkeen Vincitin osakkeen arvonmuodostus tulee näkemyksemme mukaan perustumaan orgaanisen- ja epäorgaanisen kasvun tuomaan arvonnousuun sekä kasvavaan osinkovirtaan. Yhtiö tekee jo käytännössä sektorinsa parasta kannattavuutta emmekä näe

marginaaleissa nousuvaraa yhtiön koon kasvaessa. Tästä syystä tuloskasvu on pitkälti liikevaihdon orgaanisen kasvun sekä yrityskaupoissa onnistumisen varassa.

EPS-kasvu on yksi keskeisiä seuraamiamme mittareita, sillä se huomioi osittain vähemmistöomistuksen laimentavan vaikutuksen. EPS-kasvu heijastuu yhtiön osakkeeseen markkinan hinnoittelussa yhtiötä osin P/E-luvun kautta. Mitä kovempaan EPS-kasvuun yhtiö yltää, sitä korkeammat kertoimet sille voidaan hyväksyä. Lisäksi mitä korkeampaan orgaaniseen liikevaihdon kasvuun yhtiö yltää, sitä korkeampi P/E sille voidaan hyväksyä vertailuryhmään suhteessa.

Arvioimme Vincitin hieman verrokkiryhmää matalamman listautumisarvostustason johtuvan yhtiön pienestä koosta sekä henkilöstöannin melko suuresta roolista. Listautumisen jälkeen arvioimme osakekurssin lähtevän heijastelemaan yhtiön vertailuryhmän arvostustasoa. Vertailuryhmää matalampaa arvostusta puoltaa yhtiön pieni koko ja suurempi riskisyys. Toisaalta vertailuryhmää korkeampaa arvostusta puoltaa yhtiön verrokkeja nopeampi kasvu ja korkeampi kannattavuus. Osakkeen hinnoittelu tulee asettumaan sen mukaan, miten sijoittajat painottavat näitä kahta tekijää. Tällä hetkellä vaikuttaa, että sijoittajat hyväksyvät sektoria korkeamman arvostuksen.

Huomioita arvostuskertoimiin

Vincitin arvostuskertoimia tarkastellessa suosimme P/E-kertoimen käyttöä, koska se on täysin neutraali vähemmistöosuusien tulosvaikutukselle. EV/EBIT-kerrointa käytettäessä sovellamme arvostukseen pientä alennusta johtuen tulosta laimentavasta vähemmistöosuudesta. Edelleen, palveluliiketoiminnoille tyypillisesti käytettävässä EV/EBITDA-kertoimessa tulee Vincitille antaa vielä suurempi alennus johtuen verrokkeja korkeammasta poistotasosta ICT-palveluliiketoiminnassa.

Vertailuryhmä

Vincitin nykyinen arvostus on P/E-kertoimien ja osinkotuoton valossa haastava. Yhtiön osakkeen odotettua vahvempi kysyntä oikeuttaa aiempaa arvioimaamme korkeampaan arvostukseen, mutta ei noin 15 %:n preemiota sektorin vuoden 2016-2017 P/E-kertoimeen. Lisäksi 1,4 %:n osinkotuotto kuluvalle vuodelle on selkeästi sektorin 5 %:n mediaania matalampi. Keskeiset arvostuskertoimet ovat myös lähintä verrokkia Siiliä korkeammat, vaikka Siilikin on jo melko korkealle hinnoiteltu (nykyinen suosituksemme Siilille on vähennä-tasolla).

Kokonaisuutena, mielestämme koko Pohjoismaisen IT-palvelusektorin arvostustaso on tällä hetkellä neutraali, mutta hajonta on suhteellisen suurta. Arvostuksen hajonta kuvastaa näkemyksemme mukaan yhtiöiden eri strategioita ja niiden implementointien eri vaiheita.

Arvostuskertoimiin pohjautuva arvostus

Arvostamme Vincitiä arvostuskertoimiin sekä kassavirtamenetelmään pohjautuen. Käytämme arvostuksessa P/E-kerrointa sekä EV/EBIT-kerrointa sekä kassavirtojen nykyarvo -mallia (DCF). Arvostuksessa käytämme tämän vuoden ennustettuja liikearvopistoista sekä listautumis- ja fuusiokuluista oikaistuja tuloksia.

Vertailuryhmän mediaani EV/EBIT-kertoimelle tälle vuodelle on 11,2x ja P/E-kertoimelle 14,7x. Vincitin lähimmän verrokin Siilin vastaavat kertoimet ovat 12,0x ja 17,5x.

P/E-kerrointa käyttäessä käytämme alarajana 12x P/E-lukua, jolla Vincit lukeutuisi selvästi sektorin alimmin hinnoiteltujen yhtiöiden joukkoon. Arvioimme mukaan Vincitiä tullaan todennäköisemmin hinnoittelemaan selvästi korkeammin johtuen sektoria nopeammasta kasvusta. Siili Solutionsin P/E tälle vuodelle on 18x, mihin kuitenkin kohottavasti vaikuttaa yhtiön melko heikko alkuvuoden tulos. Pidämme 16x oikaistua P/E-lukua arvostuksen ylärajana Vincitille. P/E-kertoimia käyttäen yhtiön osakekannan arvoksi muodostuu siten 44-59 MEUR tai 4,0-5,3 EUR per osake.

EV/EBIT-kertoimessa sovellamme Vincitille selkeää alennusta suhteessa vertailuryhmään johtuen vähemmistöosuuksista. Pidämme arvostuksen alarajana 9x -kerrointa ja ylärajana 11x -kerrointa. Yhtiön osakekannan arvoksi muodostuu siten 49-59 MEUR tai 4,4-5,4 EUR per osake.

EV/EBIT ja P/E arvostus

EV/EBIT	Pessimistinen	Neutraali	Optimistinen
Muuttuja: EBIT (oik.)	5,3	5,3	5,3
x Hinnoittelukerroin	9,0	10,0	11,0
Yritysarvo	47,5	52,7	58,0
- Nettovelka 2016e	-1,3	-1,3	-1,3
Osakekannan arvo	48,8	54,1	59,3
<i>Per osake</i>	4,4	4,9	5,4

P/E	Pessimistinen	Neutraali	Optimistinen
Muuttuja: Nettotulos 2016e (oik)	3,7	3,7	3,7
x Hinnoittelukerroin	12,0	14,0	16,0
Osakekannan arvo	44,1	51,4	58,7
+ Nettovelka 2016e	-1,3	-1,3	-1,3
Yritysarvo	42,7	50,1	57,4
<i>Per osake</i>	4,0	4,7	5,3

Lähde: Inderes

DCF-analyysi

DCF-mallimme velaton arvo (EV) Vincitille on 54 miljoona euroa, mikä vastaa 4,8 euron osakekohtaista arvoa. Malli olettaa yhtiön orgaanisen kasvun laskevan 16 %:sta vuonna 2017 asteittain 6 %:iin vuonna 2021 liikevoitto-%:n laskevan 17 %:sta 13 %:iin samalla jaksolla. Tämän jälkeen yhtiön kasvu laskee edelleen ja tasaantuu 3 %:n tuntumaan ja liikevoitto-% laskee noin 8 %:n tuntumaan vuonna 2024. Ikuisuusoletuksen painoarvo arvonmäärityksessä on 44 %. Käyttämämme diskonttaus korko (WACC) on 8,8 %. Arvostus

vaihtelee välillä 40-59 MEUR diskonttokorkoa muutettaessa 1,0 +/- %-yksikköä.

DCF herkkyys

DCF	Pessimistinen	Neutraali	Optimistinen
Diskonttakorko	9,8 %	8,8 %	7,8 %
DCF velaton arvo	48,2	53,8	62,2
DCF oma pääoma	46,9	52,5	60,9
Per osake	4,3	4,8	5,5

Lähde: Inderes

Arvostuksen yhteenveto

Aloitamme Vincitin seurannan myy-suosituksella ja 5,3 euron tavoitehinnalla. Ennen listautumista tekemämme arvonmääritys hinnoitteli osakkeen 4,3-5,5 euron haarukkaan, joten tavoitehintamme asettuu haarukan ylälaitaan. Sijoittajakysyntä Vincitin osakkeelle oli yllättävän vahvaa, minkä takia arvioimme sijoittajien tulevan hyväksymään osakkeelle aiempaa arviotamme korkeamman suhteellisen arvostustason listauksen jälkeen. Tästä huolimatta osakkeen korkeat arvostuskertoimet sekä selkeä premio vertailuryhmän arvostustasoon nähden saavat meidät odottamaan parempia ostopaikkoja, sillä ensimmäisen kaupankäyntipäivän vahva avaus hinnoitteli osakkeen jo täyteen.

Arvostuksen yhteenveto

Lähde: Inderes

	Pessimistinen	Neutraali	Optimistinen
EV/EBIT	47,5	52,7	58,0
P/E	42,7	50,1	57,4
DCF	48,2	53,8	62,2
Keskiarvo (EV)	46,1	52,2	59,2
+ Nettovelka 2016e	-1,3	-1,3	-1,3
Osakkekanan arvo	47,5	53,5	60,5
Per osake	4,3	4,9	5,5
P/E-luku 2016e laskettuna	12,9	14,6	16,5

Arvostus

Vertailuryhmä ja arvostuskertoimet

Yhtiö	Osakekurssi	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%	
		MEUR	MEUR	2016e	2017e	2016e	2017e	2016e	2017e	2016e	2017e	2016e	2017e
Siili	8,06	56	53	12,0	8,8	10,7	8,1	1,1	0,9	17,5	12,8	3,5	4,3
Acando	20,30	219	224	10,5	9,2	9,9	8,7	1,0	1,0	13,2	12,1	6,0	6,2
Solteq	1,66	30	48	5,0	8,2	4,1	6,0	0,7	0,7	11,9	10,4	2,6	2,8
Innofactor	1,10	37	48	15,4	10,9	8,4	6,9	0,8	0,6	9,2	7,9		
Nixu	5,55	34	31		19,9	24,9	10,8	1,4	1,2	39,6	15,9	1,8	2,9
Affecto	2,87	64	67	7,4	5,6	6,5	5,1	0,6	0,6	14,7	8,6	6,6	7,7
Bouvet	122,00	139	143	12,2	11,4	10,6	9,9	1,0	1,0	18,0	16,9	5,3	5,4
Know IT	75,25	147	171	8,8	8,0	7,8	7,3	0,7	0,7	11,9	11,1	5,0	5,0
Enea	80,00	134	117	10,1	9,8	8,6	8,5	2,3	2,2	13,9	13,7	5,5	5,9
Tieto	25,53	1892	2002	12,3	11,5	9,4	8,7	1,3	1,3	15,7	14,9	5,0	5,1
HIQ	60,25	338	326	14,5	13,4	13,8	12,8	1,9	1,8	19,6	18,3	5,1	5,3
Vincit (Inderes)	6,10	67	67	12,8	10,2	9,2	7,8	2,1	1,7	17,1	14,6	1,4	2,9
Keskiarvo				10,8	10,6	10,4	8,4	1,2	1,1	16,8	12,9	4,6	5,1
Mediaani				11,2	9,8	9,4	8,5	1,0	1,0	14,7	12,8	5,0	5,2
Erotus-% vrt. mediaani				14 %	3 %	-2 %	-9 %	108 %	82 %	16 %	14 %	-72 %	-45 %

Lähde: Inderes, Vincit

Eri strategioiden IT-palveluyhtiöiden arvostus ja hinnoittelu

	Siili	Innofactor	Solteq	Affecto	Tieto
Kokoluokka	Pieni (<100 MEUR)	Pieni (<100 MEUR)	Pieni (<100 MEUR)	Keskisuuri (>100 MEUR)	Suuri (>1 mrd. EUR)
Teknologia	Riippumaton	Microsoft	Riippumaton	Riippumaton	Riippumaton
Omaa ohjelmistoliiketoimintaa	Ei	n. 1/4 liikevaihdosta	Hieman	Ei	n. 1/4 liikevaihdosta
Osaamisalueet	Koko IT-järjestelmän kattavat palvelut	Koko IT-järjestelmän kattavat palvelut	Erikoitusalue: Kaupan ala	Erikoitusalue: EIM	Generalisti
Kasvu	Voimakas (orgaanien ja yrityskaupat)	Voimakas (yrityskaupat)	Kohtalainen	Heikko	Heikko
EBITDA-% 2016e	~9 %	~9 %	~16 %	~7 %	~14 %
P/E 2016e	18x	9x	12x	11x	15x
EV/EBITDA 2016e	10x	10x	4x	7x	9x
Osinko-% 2016e	3,5%	0%	2,6%	5,3%	5,5%

Lähde: Inderes

Tuloslaskelma, tase ja DCF-malli

Tuloslaskelma

(MEUR)	2013	2014	2015*	2016e	2017e	2018e
Liikevaihto	4	9	26	32	37	41
Kulut	-3	-7	-18	-26	-29	-32
EBITDA	0,7	2,3	7,9	6,0	8,0	8,7
Poistot	0,0	0,0	-2,4	-2,0	-2,0	-1,9
Liikevoitto	0,6	2,3	5,5	3,9	6,0	6,8
<i>Liikevoiton kertaerät</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>-0,3</i>	<i>-1,3</i>	<i>-0,3</i>	<i>-0,3</i>
<i>Liikevoitto ilman kertaeriä</i>	<i>0,6</i>	<i>2,3</i>	<i>5,8</i>	<i>5,3</i>	<i>6,3</i>	<i>7,1</i>
Rahoituserät	-0,1	-0,6	-0,8	-0,7	-0,4	-0,3
Osuus osakkuusyrityksien tuloksesta	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Voitto ennen veroja	0,7	2,4	5,3	3,5	5,9	6,6
Muut erät	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Verot	-0,2	-0,5	-1,2	-0,9	-1,2	-1,3
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	-0,1	-0,3	-0,4	-0,5
Nettotulos	0,5	1,9	4,0	2,3	4,3	4,8
<i>Nettotulos ilman kertaeriä</i>	<i>0,5</i>	<i>1,9</i>	<i>4,3</i>	<i>3,7</i>	<i>4,6</i>	<i>5,1</i>
Satunnaiset erät	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Tiilikauden tulos	0,5	1,9	4,0	2,3	4,3	4,8
<i>Osakekohtainen tulos</i>	<i>38,29</i>	<i>134,64</i>	<i>215,61</i>	<i>0,23</i>	<i>0,39</i>	<i>0,44</i>
Osakekohtainen tulos (oikaistu)	38,29	134,64	231,64	0,36	0,42	0,47

*Pro forma, katso sivu 29

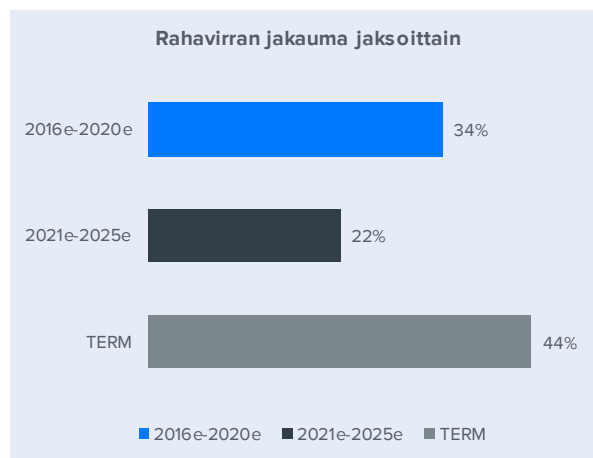
Tase

Vastaavaa (MEUR)	2013	2014	2015	2016e	2017e	Vastattavaa (MEUR)	2013	2014	2015	2016e	2017e
Pysyvät vastaavat	0	1	8	8	8	Oma pääoma	4	6	6	13	16
Liikearvo	0	0	0	0	0	Osakepääoma	0	0	0	0	0
Aineettomat oikeudet	0	0	4	4	4	Kertyneet voittovarot	4	5	5	6	9
Käyttöomaisuus	0	0	3	4	4	Omat osakkeet	0	0	0	0	0
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0	0	0	0	0	Uudelleenarvostusrahasto	0	0	0	0	0
Muut sijoitukset	0	1	0	0	0	Muu oma pääoma	0	0	1	7	7
Muut pitkäaikaiset varat	0	0	0	0	0	Vähemmistöosuus	0	0	0	0	0
Laskennalliset verosaamiset	0	0	0	0	0	Pitkäaikaiset velat	0	0	5	3	3
Vaihtuvat vastaavat	5	6	10	16	20	Laskennalliset verovelat	0	0	0	0	0
Varastot	0	0	0	0	0	Varaukset	0	0	0	0	0
Muut lyhytaikaiset varat	0	0	1	1	1	Lainat rahoituslaitoksilta	0	0	5	3	3
Myyntisaamiset	2	3	7	9	10	Vaihtovelkakirjalainat	0	0	0	0	0
Likvidit varat	3	3	2	6	8	Muut pitkäaikaiset velat	0	0	0	0	0
Taseen loppusumma	5	7	18	24	28	Lyhytaikaiset velat	1	1	7	8	9
						Lainat rahoituslaitoksilta	0	0	2	2	2
						Lyhytaikaiset korottomat velat	1	1	5	6	7
						Muut lyhytaikaiset velat	0	0	0	0	0
						Taseen loppusumma	5	7	18	24	28

DCF-malli

Kassavirtalaskelma (MEUR)	2015	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	TERM
Liikevoitto	5,5	3,9	6,0	6,8	6,7	6,6	6,5	5,3	4,9	4,5	4,6	
+ Kokonaispoistot	2,4	2,0	2,0	1,9	1,9	1,9	1,9	1,9	1,8	1,8	1,6	
- Maksetut verot	-1,2	-0,9	-1,2	-1,3	-1,3	-1,3	-1,3	-1,1	-1,0	-0,9	-0,9	
- verot rahoituskuluista	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
+ verot rahoitustuotoista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Käyttöpääoman muutos	-1,4	-0,5	-0,4	-0,3	-0,3	-0,3	-0,2	-0,2	-0,2	-0,1	-0,1	
Operatiivinen kassavirta	5,3	4,4	6,4	7,0	7,0	7,0	6,9	5,9	5,6	5,2	5,2	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoninvestoinnit	-9,1	-2,6	-1,7	-1,6	-1,6	-1,6	-1,5	-1,5	-1,4	-1,3	-1,7	
Vapaa operatiivinen kassavirta	-3,8	1,8	4,7	5,4	5,4	5,4	5,4	4,4	4,2	4,0	3,5	
+/- 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	-3,8	1,8	4,7	5,4	5,4	5,4	5,4	4,4	4,2	4,0	3,5	52,0
Diskontattu vapaa kassavirta		1,8	4,2	4,4	4,1	3,7	3,5	2,6	2,3	2,0	1,6	23,7
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		53,8	52,0	47,9	43,4	39,3	35,6	32,2	29,6	27,3	25,3	23,7
Velaton arvo DCF		53,8										
- Korolliset velat		-4,5										
+ Rahavarat		5,8										
-Vähemmistöosuus		-1,2										
-Osinko/pääomapalautus		-1,2										
Oman pääoman arvo DCF		52,7										
Oman pääoman arvo DCF per osake		4,80										

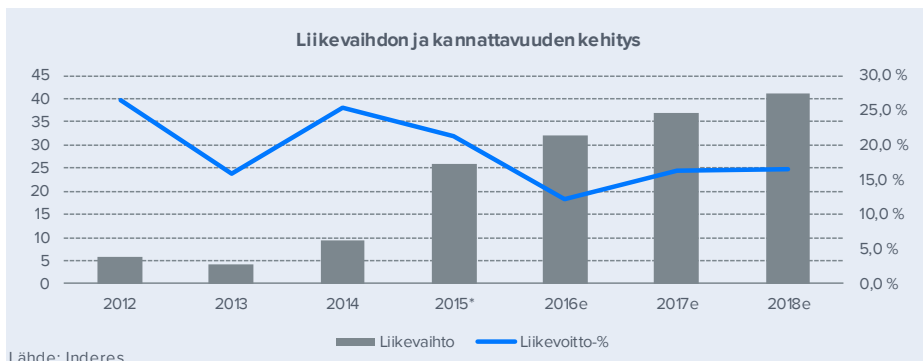
Pääoman kustannus (WACC)	
Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	25,0 %
Vieraan pääoman kustannus	5,0 %
Yrityksen Beta	1,20
Markkinoiden riski-preemio	4,75 %
Likviditeettipreemio	1,75 %
Riskitön korko	3,0 %
Oman pääoman kustannus	10,5 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	8,8 %



Avainluvut

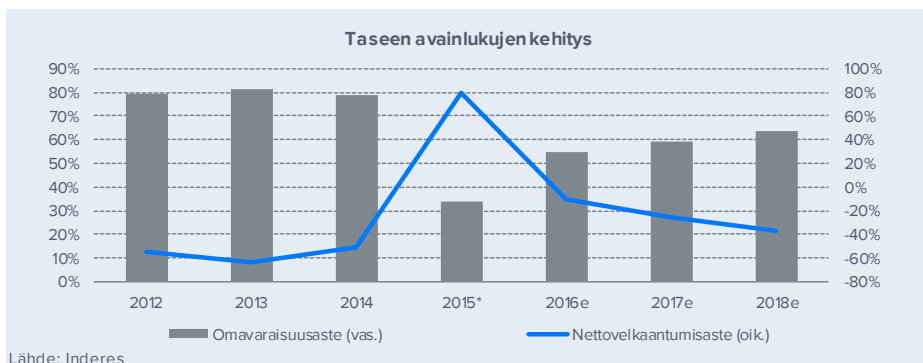
Lyhennetty tuloslaskelma	2012	2013	2014	2015*	2016e	2017e	2018e
Liikevaihto	5,9	4,1	9,2	26,1	32,1	36,9	41,0
Käyttökate (EBITDA)	1,6	0,7	2,3	7,9	6,0	8,0	8,7
Oikaistu liikevoitto (EBIT)	1,6	0,6	2,3	5,8	5,3	6,3	7,1
Oik. liikevoitto-%	26,4 %	15,9 %	25,3 %	22,4 %	16,4 %	17,2 %	17,2 %
Liikevoitto (EBIT)	1,6	0,6	2,3	5,5	3,9	6,0	6,8
Tulos ennen veroja	1,6	0,7	2,4	5,3	3,5	5,9	6,6
Nettotulos	1,2	0,5	1,9	4,0	2,3	4,3	4,8
Osakekohtainen tulos (oik)	117,4	38,3	134,6	231,6	0,36	0,42	0,47
Vapaa kassavirta	-0,4	0,6	0,6	-3,8	1,8	4,7	5,4

Lähde: Inderes



Lähde: Inderes

Avainluvut	2012	2013	2014	2015*	2016e	2017e	2018e
Liikevaihdon kasvu-%	11,5 %	-30,9 %	125,8 %	182,8 %	23,2 %	15,0 %	11,0 %
Käyttökate-%	26,9 %	16,2 %	25,5 %	30,3 %	18,6 %	21,6 %	21,2 %
Liikevoitto-%	26,4 %	15,9 %	25,3 %	21,3 %	12,3 %	16,2 %	16,5 %
ROE-%	67,2 %	14,3 %	39,2 %	70,4 %	24,7 %	29,4 %	27,6 %
ROI-%	89,4 %	17,2 %	48,5 %	60,5 %	25,8 %	31,4 %	31,6 %
Omavaraisuusaste	79,6 %	81,1 %	78,9 %	33,9 %	54,9 %	59,0 %	63,3 %
Nettovelkaantumisaste	-54,3 %	-63,7 %	-51,3 %	79,4 %	-9,9 %	-26,0 %	-37,3 %



Lähde: Inderes

*Listalleottoesitteen päivämäärällä olemissa oleva Vincit Group – konserni muodostui, kun konsernin emoyhtiö Vincit Group Oyj hankki 30.11.2015 osakevaihdolla United Finance Oyj:n osakkeet ja otti vastaan 31.12.2015 täytäntöön pannussa absorptiosulautumisessa Javerdel Oyj:n. Tilintarkastamattomat Pro forma-muotoiset taloudelliset tiedot on havainnollistamistarkoituksessa esitetty tuloslaskelman muodossa kuvaamaan tilannetta, jossa nykyinen Vincit Group-konserni olisi muodostunut 1.1.2015.

Pro forma -tiedot sisältävät Konserniin kuuluvien yhtiöiden tuloslaskelmat koko tilikaudelta 2015 ja keskinäiset erät on eliminoitu konserniliiketoiminnan laatimista koskevien säännösten mukaisesti. Lisäksi konserniliiketoiminnan poisto on tehty koko tilikaudelta. Normaalista konsernilaskentaperiaatteista poikkeavia muokkauksia ei Pro forma -tuloslaskelmaan ole tehty. Pro forma -tuloslaskelmassa noudatetut laskentaperiaatteet ovat olennaisilta osiltaan samat kuin on muutenkin noudatettu Vincit Group Oyj:n laatimassa listalleottoesitteessä esitetyillä tilikausilla 2014 ja 2015 sekä katsauskaudella 1.1-30.6.2016.

Pro forma -muotoista tasetta ei ole laadittu, sillä Vincit Group Oyj:n konsernitase 31.12.2015 antaa oikean ja riittävän kuvan konsernin taloudellisesta asemasta tilikaudelta 2015. Pro forma -muotoista tuloslaskelmaa ei ole laadittu katsauskaudelta 1.1.-30.6.2016, sillä Konsernin koko toiminta sisältyi Esitteeseen sisältyvään Vincit Group -konsernin puolivuosisikatsukseen kyseiseltä katsauskaudelta.

Vastuuvapauslauseke

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

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

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

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

Inderes antaa seuraamilleen osakkeille tavoitehinnan. Inderesin käyttämä suositusmetodologia perustuu osakkeen tämänhetkisen hinnan ja 12 kuukauden tavoitehintamme väliseen prosenttiero. Suosituspolitiikka on neliportainen suosituksin myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään neljä kertaa vuodessa yhtiöiden

osavuositarkastusten yhteydessä, mutta suosituksia ja tavoitehintoja voidaan muuttaa myös muina aikoina markkinatilanteen mukaisesti. Annetut suositukset tai tavoitehinnat eivät takaa, että osakkeen kurssi kehittyisi tehdyn arvion mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonmääritysmenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF) ja lisäarvomalli (EVA), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi. Käytettävät arvonmääritysmenetelmät ja tavoitehinnan perusteet ovat aina yhtiökohtaisia ja voivat vaihdella merkittävästi riippuen yhtiöstä ja (tai) toimialasta.

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

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

Inderesin tutkimusta laatineilla analyytikoilla tai Inderesin työntekijöillä ei voi olla 1) merkittävän taloudellisen edun ylittäviä omistuksia tai 2) yli 1 %:n omistusosuuksia missään tutkimuksen kohteena olevissa yhtiössä. Inderes Oy voi omistaa seuraamiensa kohdeyhtiöiden osakkeita ainoastaan siltä osin, kuin yhtiön oikeaa rahaa sijoittavassa mallisalkussa on esitetty. Kaikki Inderes Oy:n omistukset esitetään yksilöitynä mallisalkussa. Inderes Oy:llä ei ole muita omistuksia analyysin kohdeyhtiöissä. Analyysin laatineen analyytikon palkitsemista ei ole suoralla tai epäsuoralla tavalla sidottu annettuun suositukseen tai näkemykseen. Inderes Oy:llä ei ole investointipankkiliiketoimintaa.

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

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

Inderes Oy

Inderesin tavoitteena on tehdä Helsingin pörssistä parempi markkinapaikka. Edistämme suomalaisen pääomamarkkinan toimintaa toimimalla informaatiolinkkinä yritysten ja sijoittajien välillä sekä löytämällä sijoittajille parhaat sijoituskohteet. Vuonna 2009 perustettu yhtiö on työntekijöiden omistama.

Inderes Oy

Itämerenkatu 5

00180 Helsinki

+358 10 219 4690

twitter.com/inderes

Palkittua analyysiä osoitteessa www.inderes.fi



2015

#1 ennustetarkkuus



2016, 2015, 2014

#1 ennusteet ja
suositukset



2016, 2014

#1 suositustarkkuus



2016, 2012

#1-2 suositustarkkuus



2016, 2012

#1-2 suositustarkkuus



inde
res.

**Palkittua
analyysiä.**