

Heikossa tuloksessa ei syytä huoleen

Nostamme Siilin tavoitehintaa 12,5 euroon (aik. 11,8 euroa) ja toistamme osakkeen lisää-suosituksen. H1-kannattavuuden petymyksestä huolimatta kuljemme tavoitehinnassamme vastavirtaan, sillä yhtiön tulostilanteet ovat parantuneet selvästi viimeisimmän VALA Group -yrityskaupan sekä alkuvuoden hyvin onnistuneiden rekrytointien ansiosta. Yhtiössä rakennettiin alkuvuonna perustaa kasvun jatkumiselle ja uuden johtamismallin mukaiselle strategialle, mikä heikensi kannattavuutta tilapäisesti. Odotamme yhtiön palaavan nyt normaalille kannattavuusuralleen ja lisäksi VALA Group -kaupalla oli tuntuva positiivinen eps-vaikutus, minkä valossa osake on nyt hyvin edullinen. Riskitaso osakkeessa on kuitenkin lyhyellä tähtäimellä hieman koholla johtuen organisaatiomallin muutoksesta aiheutuvasta epäjatkuvuuskohdasta.

Heikko kannattavuus H1:llä, mutta henkilöstöpuolella hyviä merkkejä

Siilin liikevaihto kasvoi H1:llä ennusteemme mukaisesti 17 % ja oli 34,2 MEUR. Pääosin orgaaninen vahva kasvunopeus heijastelee IT-markkinan suotuisaa kehitystä. Käyttökate oli 2,3 MEUR jäaden 2,7 MEUR:n ennusteestamme (H1'17: 2,5 MEUR). Yhtiön mukaan kannattavuus oli vertailukautta heikompi sisäisistä syistä, joita olivat kertaluonteiset kehittämiskulut sekä sisäiset tuottavuushaasteet. Yhtiö päivitti alkuvuonna taustajärjestelmiään ja johtamisjärjestelmäänsä, sillä yhtiön kasvanut kokoluokka alkoi aiheuttaa tuottavuushaasteita. Nämä toimenpiteet luovat Siilille edellytyksiä jatkaa kasvu-uralla sekä parantaa kannattavuutta, vaikka H1:n osalta ne piti ottaa iskuna kannattavuuteen. Siili onnistui alkuvuoden osalta erinomaisesti rekrytoinneissaan ja osaltaan myös nopeasti kasvanut henkilöstömäärä selitti kannattavuuden heikkoutta. Yhtiön nettorekrytoinnit olivat 73 henkilöä H1:n aikana (vs. H2'17: 21). Vahva rekrytointivauhti on tärkeä signaali, sillä se ennakoii vahvaa orgaanista kasvua osajien saatavuuden rajoittaessa tällä hetkellä kasvua. Myös Siilin haasteena ollut korkeahko henkilöstön vaihtuvuus näyttää pysähtyneen, mikä on hyvä signaali markkinan rajussa osaajakilpailussa.

Lähivuosien tulostenusteemme nousivat VALA Group -kaupan myötä

Siili ohjeistaa edelleen vuoden 2018 liikevaihdon olevan 66-72 MEUR (2017: 58 MEUR) ja käyttökatteen olevan 6,6-7,6 MEUR (2017: 5,8 MEUR). Uudet VALA-yrityskaupan huomioivat ennusteemme ovat haarukan ylärajoilla 72 MEUR:ssa (aik. 68 MEUR) ja 6,9 MEUR:ssa (aik. 6,7 MEUR). Erityisesti vahvan rekrytointivauhdin myötä yhtiön pitäisi H2:lla pystyä kasvuvauhtiin, jolla ohjeistus voidaan mahdollisesti myös ylittää. Lähivuosien osalta tulostenusteemme nousivat noin 10 % johtuen VALA Group -yrityskaupasta. Kun yhtiö investoi aiemmin tuottamatonta nettokassansaan erittäin kannattavan yrityksen ostoon kohtalaisella arvostuksella (EV/EBITDA 7x), on eps-vaikutus luonnollisesti positiivinen.

Ennusteiden valossa Siili on historiallisen halpa

Ennusteillamme Siilin tämän vuoden P/E-kerroin on 17x ja EV/EBITDA-kerroin 10,6x, mikä on lähellä vertailuryhmän tasoa. Ensi vuoden ennusteilla VALA Groupin ollessa täysimääräisesti luvuissa, on osakkeen P/E 12x ja EV/EBITDA 7,4x. Tulospohjainen arvostus on näillä tasoilla edullinen yhtiön vahvan orgaanisen kasvunopeuden valossa sekä selkeästi alle yhtiön vertailuryhmän. Jos Siili onnistuu lähivuosina uuden strategian tavoitteen mukaisessa kannattavuusparannuksessa, on osakkeessa tuntuva nousuvaraa.

Avainluvut

	Liikevaihto	Liikevoitto	Liikevoitto-	Tulos ennen	EPS	Osinko/	EV/	EV/	EV/	P/E	Osinko-
	MEUR	(EBIT)	marginaali	veroja (PTP)	(oik.)	osake	Liikevaihto	EBITDA	EBIT	(oik.)	tuotto
		MEUR	%	MEUR	EUR	EUR	(x)	(x)	(x)	(x)	%
2016	48,4	4,1	8,6 %	4,0	0,53	0,30	1,0	10,3	10,9	15,4	3,6 %
2017	58,0	5,2	8,9 %	5,2	0,64	0,39	1,2	11,1	12,4	17,4	3,5 %
2018e	71,9	5,8	8,0 %	5,7	0,66	0,43	1,0	10,6	12,0	16,9	3,8 %
2019e	90,0	8,6	9,6 %	8,6	0,94	0,58	0,8	7,4	7,9	11,9	5,2 %
2020e	97,2	9,7	10,0 %	9,7	1,05	0,62	0,7	6,5	6,8	10,7	5,5 %
Markkina-arvo, MEUR		78		OPO / osake 2018e, EUR		3,19		CAGR EPS, 2017-2020, %			20 %
Nettovelka 2018e, MEUR		-4		P/B 2018e		3,5		CAGR kasvu, 2017-2020, %			19 %
Yritysarvo (EV), MEUR		74		Nettovelkaisuusaste 2018e, %		-18,2 %		ROE 2018e, %			19,9 %
Taseen koko 2018e, MEUR		40		Omavaraisuusaste 2018e, %		55,6 %		ROCE 2018e, %			25,3 %

Analytikko

Mikael Rautanen
+358 50 346 0321
mikael.rautanen@inderes.fi



Suositus

Lisää



Edellinen: Vähennä

Tavoitehintaa **12,50 EUR**

Edellinen: 11,80



— Siili Solutions — OMXHCAP

Lähde: Reuters

Eiilisen päätös **11,20 EUR**

12 kk vaihteluväli **10-13,48 EUR**

Potentiaali **11,6 %**

Katso toimitusjohtajan videohaastattelu



H1-tulos jäi ennusteesta

Tulos heikko, mutta pinnan alla positiivista kehitystä

Siilin liikevaihto kasvoi H1:llä ennusteemme mukaisesti 17 % ja oli 34,2 MEUR. Kasvu oli pääosin orgaanista pienten viime vuonna tehtyjen yrityskauppojen (Omenia, Stormbit, Comia Software) vauhdittaessa lukuja. Kansainvälinen liikevaihto kasvoi 43 % ollen 4,1 MEUR ja yhtiö kommentoi kansainvälisestä liiketoiminnasta pääasiassa vastaavan Automotive-yksikön edenneen hyvin. Siilin vahva kasvunopeus heijastelee IT-markkinan suotuisaa kysyntätilannetta sekä Siilin asemoitumista markkinan kasvualueille.

Kannattavuuden osalta alkuvuosi oli pettymys. Käyttökate oli 2,3 MEUR jääden 2,7 MEUR:n ennusteestamme (H1'17: 2,5 MEUR). Raportoitu osakekohtainen tulos laski 0,19 euroon edellisvuoden 0,24 eurosta, kun ennusteemme oli 0,26 euroa. Yhtiön mukaan kannattavuus oli vertailukautta heikompi johtuen kertaluonteisista kehittämiskuluista sekä sisäisistä tuottavuushaasteista. Ymmärryksemme mukaan yhtiön liiketoiminnan taustajärjestelmät eivät olleet päivittyneet yhtiön kasvun mukaisesti, minkä takia uuden toimitusjohtajan aloittaessa ne päivitettiin heti alkuun. Tämä aiheutti alkuvuodelle tuntuvasti lisää kustannuksia, mikä heikensi kannattavuutta. Yhtiö on myös uudistanut johtamisjärjestelmänsä, koska yhtiön mukaan sen keskitetty matriisiorganisaatio ei enää palvellut kasvanutta ja monipuolistunutta liiketoimintaa aiheuttaen tuottavuushaasteita. Nämä toimenpiteet luovat Siilille edellytyksiä jatkaa kasvu-uralla ja parantaa kannattavuutta, vaikka H1:n osalta ne piti ottaa iskuna kannattavuuteen.

Siili onnistui alkuvuoden osalta erinomaisesti rekrytoinneissaan ja osaltaan myös nopeasti kasvanut henkilöstömäärä selitti kannattavuuden heikkoutta. Yhtiön nettorekrytoinnit olivat 73 henkilöä H1:n aikana, kun H2'17:lla nettorekrytointien määrä jäi vain 21 henkilöön (ilman yrityskauppaa). Vahva rekrytointivauhti on tärkeä signaali kahdesta syystä. Ensinnäkin, se ennakoii yhtiön pystyvän ylläpitämään vahvaa orgaanista kasvua seuraavan 12 kuukauden aikana, sillä nykyisessä suotuisassa markkinassa osajien saatavuus rajoittaa kasvua. Toiseksi, Siilin haasteena ollut korkeahko henkilöstön vaihtuvuus näyttää pysähtyneen, mikä on hyvä signaali markkinan rajun osajakilpailun valossa.

VALA Group -kaupassa mielenkiintoinen rakenne

Siili Solutions kertoi elokuun alussa ostavansa 60 %:n osuuden ohjelmistoautomaatioon erikoistuneesta VALA Group Oy:stä. VALA Groupin vuoden 2017 liikevaihto oli 5,8 miljoonaa euroa ja

käyttökate 1,4 miljoonaa euroa (EBITDA-% 24 %). Yhtiö työllistää noin 80 henkilöä, minkä perusteella tämän vuoden liikevaihto yltäneenä lähelle 8 MEUR:n tasoa. Siili maksaa 60 %:n osuudesta 6,0 miljoonan euron velattoman kauppahinnan, mikä vastaa viime vuoden tuloksesta laskettuna korkeahkoa 1,7x liikevaihtokerrointa ja maltillista 7x käyttökatekerrointa. Siilin omat vastaavat kertoimet ovat viime vuoden luvuilla 1,3x ja 12x. Pidämme kauppaa hyvin maltillisesti hinnoiteltuna.

Ohjelmistoautomaatio- ja robotiikkaosaaminen on vahvassa kysynnässä oleva osaamisalue ja Siili investoi tähän markkinaan myös viime vuonna Omenia-yrityskaupalla. Yhtiön mukaan sen automaatio-osaajien määrä kasvaa reilusti yli 100 henkilöön. Liittymällä osaksi Siiliä pääsee VALA Groupin kaltainen pieni IT-talo helpommin käsiksi suuriin asiakkuuksiin, mikä on tärkeä synergia. Ohjelmistoautomaatio ja ohjelmistokehityksen prosessien osaaminen tukee luontaisesti Siilin ydinliiketoimintaa eli ohjelmistokehityspalveluita. Tämän osaamisen avulla Siili pystyy tuottamaan kehityspalveluitaan tehokkaammin ja pääsee syvemmälle kiinni asiakkaiden prosesseihin.

Yrityskaupasta poikkeuksellisen tekee se, että Siili jättää yhtiön työntekijöille 40 %:n vähemmistöosuuden ja VALA Group jatkaa toimintaansa itsenäisesti omalla brändillään. Tämä on hyvin poikkeava rakenne verrattuna Siilin aiempiin yrityskauppoihin ja toimialalla tyypillisesti tehtäviin yrityskauppoihin. Siilin mukaan kyseessä on sen uuden strategian mukainen toimintamalli yhtiön organisoituessa pienempiin, itsenäisiin yksiköihin.

Poikkeuksellisen rakenteen hyvä puoli on se, että riski ostetun kohdeyhtiön vahvan kannattavuuden dilutoitumisesta kaupan jälkeen pienenee ja integraatoriskit ovat rajallisia. Uhkana on se, ettei Siili välttämättä saa synergioita yrityskaupasta ja Siilistä alkaa muodostua siilomainen portfolio-organisaatio, jolta puuttuu yhtenäinen suunta. Siili pyrkiikin enemmänkin luomaan edellytykset integroitumiselle kuin suoraan integroimaan kohdeyhtiötä välittömästi suoraan Siiliin.

Yrityskaupassa sekä Siilillä että myyjillä on oikeus toteuttaa kauppa lopuista 40 prosentista VALA Groupin osakkeista kuitenkin aikaisintaan vuoden 2021 alussa. Myöhemmin mahdollisesti hankittavien osakkeiden kauppahinta määräytyy VALA Groupin tulevan liikevaihdon kasvun ja kannattavuuden perusteella. Siilillä on siis mahdollisuus myöhemmin ottaa koko yhtiö omistukseensa, mikäli se näkee sen järkevänä.

Ennustetaulukko	H1'17	H1'18	H1'18e	H1'18e	Konsensus	Erotus (%)	2018e
MEUR / EUR	Vertailu	Toteutunut	Inderes	Konsensus	Alin	Ylin	Tot. vs. Inderes
Liikevaihto	29,1	34,2	34,1				0 %
Käyttökate	2,5	2,3	2,7				-15 %
Liikevoitto	2,1	1,7	2,3				-25 %
Tulos ennen veroja	2,1	1,7	2,3				-26 %
EPS (raportoitu)	0,24	0,19	0,26				-26 %
Liikevaihdon kasvu-%	22,0 %	17,4 %	17,1 %				0,3 %-yks.
Käyttökate-%	8,5 %	6,7 %	7,9 %				-1,2 %-yks.

Lähde: Inderes

Ennustemuutokset

VALA-kauppa nostaa ennusteita

Siili ohjeistaa edelleen vuoden 2018 liikevaihdon olevan 66-72 MEUR (2017: 58 MEUR) ja käyttökateen olevan 6,6-7,6 MEUR (2017: 5,8 MEUR). Uudet VALA-yrityskaupan huomioivat ennusteemme ovat haarukan ylärajoilla 72 MEUR:ssa (aik. 68 MEUR) ja 6,9 MEUR:ssa (aik. 6,7 MEUR). Yhtiö ei muuttanut ohjeistushaarukoita yrityskaupan jälkeen, minkä takia nykyinen ohjeistus on erittäin helppo saavuttaa. Erityisesti vahvan rekrytointivauhdin myötä yhtiön pitäisi H2:lla pystyä kasvuvauhtiin, jolla ohjeistus voidaan mahdollisesti myös ylittää. Siilin toteuttaman VALA Group -yrityskaupan vaikutus kuluvan vuoden liikevaihtoon on arvioimme mukaan noin 3 MEUR ja käyttökatteeseen noin 0,7 MEUR.

Arvioimme Siilin kasvavan 25 % vuonna 2019 (VALA Group -yrityskauppa tukee kasvua) ja 8 % vuonna 2020. VALA Groupin korkeasta kannattavuudesta (EBITDA-% 24 %) johtuen odotamme Siilin käyttökate-%:n nousevan 10,6 %:iin vuonna 2019 ja 10,9 %:iin vuonna 2020, kun Siilin historiallinen käyttökate-%:n taso on ollut hyvin vakaa noin 10 %. VALA Groupin vähemmistöosuuden ja itsenäisyyden takia oletamme, että VALA Group jatkaa vahvaa kannattavuutta myös yrityskaupan jälkeen. Siilin aiemmissa yrityskaupoissa ostokohteiden hyvät kannattavuudet eivät ole heijastuneet koko Siilin kannattavuustasoa nostavasti. Melko laajan autonomian jättäminen kohdeyhtiölle pienentää riskiä kannattavuuden dilutoitumisesta.

Lähivuosien tulosenusteemme Siilille nousivat noin 10 %. Syy on yksinkertainen. Kun yhtiö investoi aiemmin tuottamatonta nettokassansa erittäin kannattavan yrityksen ostoon kohtalaisella arvostuksella (EV/EBITDA 7x), on eps-vaikutus luonnollisesti hyvin positiivinen. VALA Group -kaupan vähemmistöosuuden (40 %) takia Siilissä on olennaista seurata erityisesti EPS-lukuja käyttökateen ohella. Yrityskaupasta huolimatta Siilin tase pysyy nettovelattomana (gearing-% 2018e - 18 %), joten yhtiöllä on yhä hyvin liikkumavaraa toteuttaa yrityskauppoja myös jatkossa. Yhtiön alkuvuoden rahavirta oli poikkeuksellisen heikko johtuen uuden ERP:n käyttöönottoon

liittyneistä saamisten kotiuttamisen viivästyksistä, mutta tämä asia on jo korjautunut, eli rahavirta paranee selvästi H2:lla.

Tulosenusteissamme olemme oikaisseet osakekohtaista tulosta yrityskauppoihin liittyvillä aineettomilla poistoilla, joiden vaikutus ei ole olennainen. VALA Groupin vähemmistöosuus heijastuu EPS-ennusteita alentavana tekijänä, sillä yhtiö konsolidoidaan täysimääräisesti.

Emme ennusta organisaatiomallin tuovan vielä kannattavuushyötyjä

Siili kertoi kesällä uudesta johtamisjärjestelmästä ja strategiasta, joka perustuu itsenäisesti toimiviin yksiköihin. Lähivuosien ennusteemme eivät vielä pidä sisällään odotusta siitä, että Siili saisi uuden johtamisjärjestelmän kautta tehokkuushyötyjä irti, vaan konservatiivinen ennusteemme on yhtiön historiallisen kannattavuuden tasolla. IT-palvelumarkkinalla on hyviä esimerkkejä erittäin kannattavista yhtiöistä, jotka pystyvät autonomiaan ja itseohjautuvuuteen perustuvilla organisaatiomalleilla erinomaisiin kannattavuustasoihin (EBITDA-% 15-20 %). Näemme Siilillä olevan selvää potentiaalia parantaa kannattavuuttaan nykyiseltä 10 %:n tasolta yhtiön uuden strategian onnistuessa. Samalla on hyvä muistaa, että organisaatiomuutos voi myös epäonnistua. Siten emme vielä näe perustelluksi ennustaa olennaista kannattavuusparannusta, vaikka alkuvuoden perusteella yhtiön uudistumisen positiivisia vaikutuksia henkilöstöön oli jo nähtävissä. Yhtiö odottaa itse positiivisia vaikutuksia ensi vuodesta alkaen. Vuonna 2018 tulosvaikutukset ovat lähinnä negatiivisia, kun perustaa laitetaan kuntoon. Mielestämme Siilin uuden strategian mukainen itsenäisiin yksiköihin perustuva organisaatiomalli ei sellaisenaan ole hyvä tai huono, vaan kaikki riippuu siitä, miten hyvin uuden rakenteen toteutus onnistuu.

Ennustemuutokset MEUR / EUR	2018	2018	Muutos %	2019e	2019e	Muutos %	2020e	2020e	Muutos %
	Vanha	Uusi		Vanha	Uusi		Vanha	Uusi	
Liikevaihto	68	72	6 %	76	90	19 %	82	97	19 %
Käyttökate	6,7	6,9	2 %	7,9	9,5	20 %	8,7	10,6	21 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	6,4	6,2	-3 %	7,5	9,1	21 %	8,3	10,0	21 %
Liikevoitto	6,0	5,8	-4 %	7,2	8,6	20 %	8,0	9,7	21 %
Tulos ennen veroja	6,0	5,7	-4 %	7,2	8,6	20 %	8,0	9,7	20 %
EPS (ilman kertaeriä)	0,73	0,66	-9 %	0,86	0,94	10 %	0,95	1,05	11 %
Osakekohtainen osinko	0,43	0,43	0 %	0,58	0,58	0 %	0,62	0,62	0 %

Lähde: Inderes

Arvostuskertoimet

Siili näyttää taas edulliselta

Ennusteillamme Siilin tämän vuoden P/E-kerroin on 17x ja EV/EBITDA-kerroin 10,6x, mikä on lähellä vertailuryhmän tasoa. Ensi vuoden ennusteilla VALA Groupin ollessa täysimääräisesti luvuissa ja yhtiön palatessa historialliselle kannattavuustasolle, on osakkeen P/E 12x ja EV/EBITDA 7,4x. Tulospohjainen arvostus on edullinen yhtiön vahvan organisaation kasvunopeuden valossa sekä myös selkeästi alle yhtiön vertailuryhmän, vaikka sektoria korkeampi arvostus olisi perusteltavissa yhtiön tuloskasvunopeudella, vakaudella ja laadulla. Jos yhtiö onnistuu uuden strategian tavoitteen mukaisessa kannattavuusparannuksessa ensi vuodesta alkaen

ja EBITDA-marginaali nousisi 12-13 % tasoille, näemme osakkeessa tuntuva nousuvaraa.

Huomautamme, että EV/EBITDA-tunnusluku antaa arvostuksesta liian ruusuisen kuvan VALA Groupin vähemmistöosuudesta johtuen. Vertailukelpoinen tunnusluku arvostuksessa on siten P/E-kerroin.

Yhtiö	Osakekurssi	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%	
		MEUR	MEUR	2018e	2019e	2018e	2019e	2018e	2019e	2018e	2019e	2018e	2019e
Acando	33,10	328	324	10,3	9,5	9,7	8,8	1,1	1,0	15,6	14,2	5,1	5,4
Solteq	1,50	29	53	18,0	10,4	10,8	7,4	0,9	0,8	30,4	13,8	0,7	2,0
Innofactor	0,72	27	40			13,3	9,2	0,6	0,5	37,4	9,2		
Nixu	12,85	93	89	127,0	53,4	68,6	41,2	2,2	1,8	182,9	71,1		
Bouvet	240,00	256	239									3,6	3,6
Vincit	7,30	83	84	11,9	9,3	10,0	8,1	1,7	1,4	14,4	12,3	2,2	2,5
Digia	2,89	79	83	11,7	9,1	9,5		0,7	0,7	15,5	13,8	1,8	2,5
Enea	96,00	181	224	14,3	11,7	15,7	11,3	2,9	2,5	16,3	13,9		1,1
Tieto	27,00	1998	2210	13,3	12,8	10,0	9,7	1,3	1,3	15,4	14,8	5,2	5,4
HIQ International	54,30	291	282	14,4	12,5	13,5	11,9	1,6	1,5	18,7	16,2	6,3	6,7
Know-IT	171,00	324	332	9,6	8,1	9,1	7,8	1,0	0,9	14,5	12,6	3,3	3,7
Gofore	8,44	114	106	14,5	11,7	13,1	10,7	2,1	1,6	18,5	15,4	2,3	2,9
Siili Solutions (Inderes)	11,20	78	74	12,0	7,9	10,6	7,4	1,0	0,8	16,9	11,9	3,8	5,2
Keskisarvo				24,5	14,9	16,6	12,6	1,5	1,3	34,5	18,8	3,4	3,6
Mediaani				13,8	11,1	10,8	9,5	1,3	1,3	16,3	13,9	3,3	3,2
Erotus-% vrt. mediaani				-13 %	-29 %	-2 %	-21 %	-22 %	-38 %	4 %	-14 %	16 %	60 %

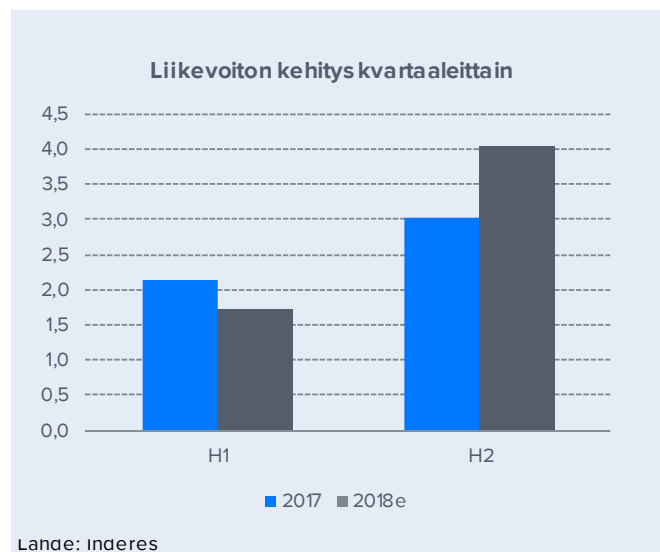
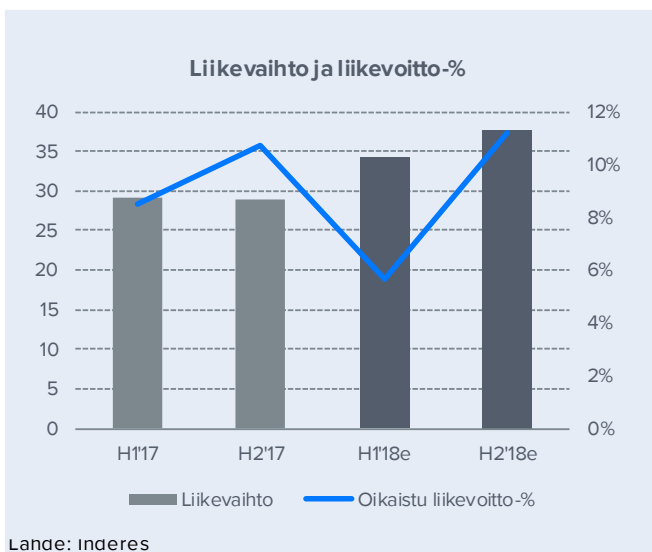
Lähde: Reuters / Inderes

Tuloslaskelma ja ennusteet

Tuloskehitys kvartaalitasolla	2016	H1'17	H2'17	2017	H1'18e	H2'18e	2018e	2019e	2020e
Liikevaihto	48,4	29,1	28,9	58,0	34,2	37,7	71,9	90,0	97,2
Käyttökate	4,8	2,5	3,5	5,9	2,3	4,6	6,9	9,5	10,6
Poistot ja arvonalennukset	-0,6	-0,3	-0,4	-0,8	-0,6	-0,6	-1,1	-0,9	-0,9
Liikevoitto ilman kertaeriä	4,5	2,5	3,1	5,6	1,9	4,2	6,2	9,1	10,0
Liikevoitto	4,1	2,1	3,0	5,2	1,7	4,0	5,8	8,6	9,7
Nettorahoituskulut	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Tulos ennen veroja	4,0	2,1	3,0	5,2	1,7	4,0	5,7	8,6	9,7
Verot	-0,8	-0,5	-0,6	-1,0	-0,3	-0,8	-1,2	-1,7	-1,9
Vähemmistöosuudet	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-0,3	-0,3	-0,6	-0,7
Nettotulos	3,2	1,7	2,5	4,1	1,3	3,0	4,3	6,3	7,1
EPS (oikaistu)	0,52	0,28	0,36	0,64	0,22	0,45	0,66	0,94	1,05
EPS (raportoitu)	0,41	0,26	0,36	0,48	0,19	0,42	0,61	0,90	1,01

Tunnusluvut	2016	H1'17	H2'17	2017	H1'18e	H2'18e	2018e	2019e	2020e
<i>Liikevaihdon kasvu-%</i>	15,6 %	22,0 %	17,5 %	19,7 %	17,4 %	30,7 %	24,0 %	25,2 %	8,0 %
<i>Oikaistun liikevoiton kasvu-%</i>	17,3 %	40,1 %	15,2 %	25,1 %	-22,2 %	36,8 %	10,6 %	46,8 %	10,6 %
<i>Käyttökate-%</i>	9,9 %	8,5 %	12,0 %	10,2 %	6,7 %	12,2 %	9,6 %	10,6 %	10,9 %
<i>Oikaistu liikevoitto-%</i>	9,2 %	8,5 %	10,7 %	9,6 %	5,6 %	11,2 %	8,6 %	10,1 %	10,3 %
<i>Nettotulos-%</i>	6,6 %	5,7 %	8,5 %	7,1 %	3,9 %	7,8 %	6,0 %	7,0 %	7,3 %

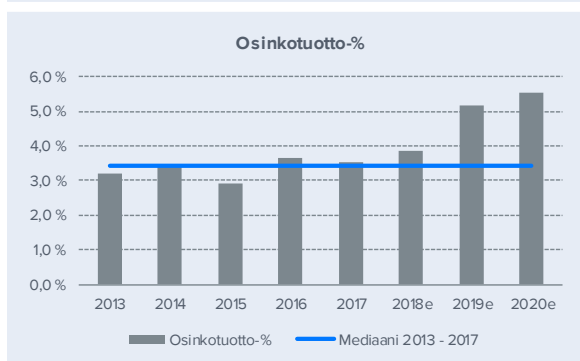
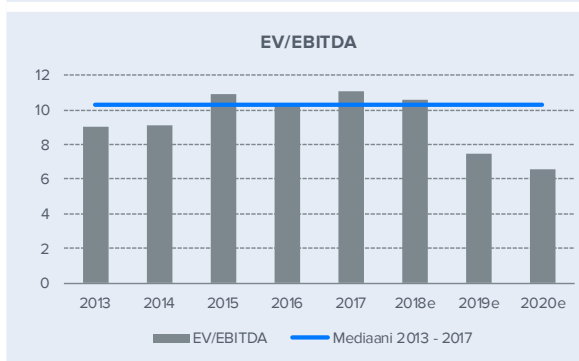
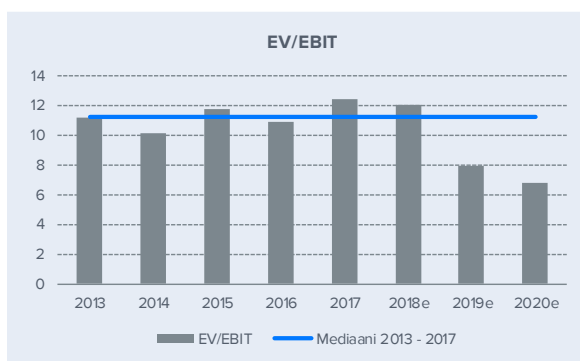
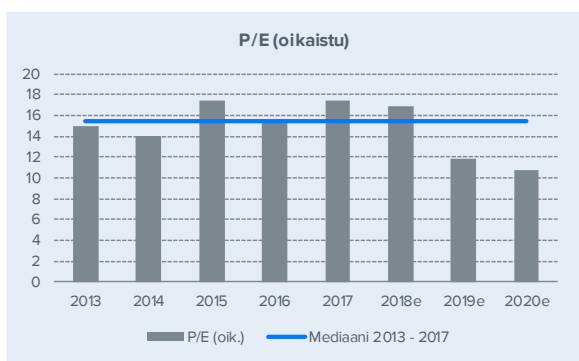
Lähde: Inderes



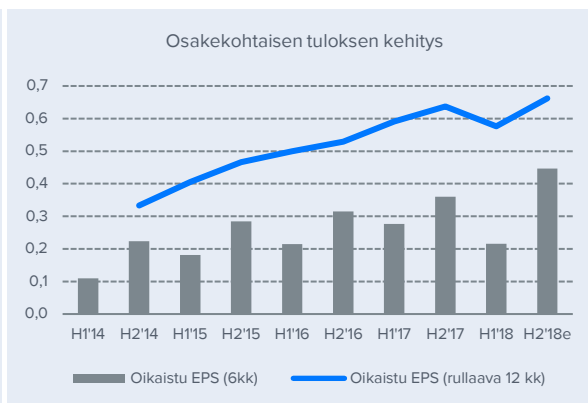
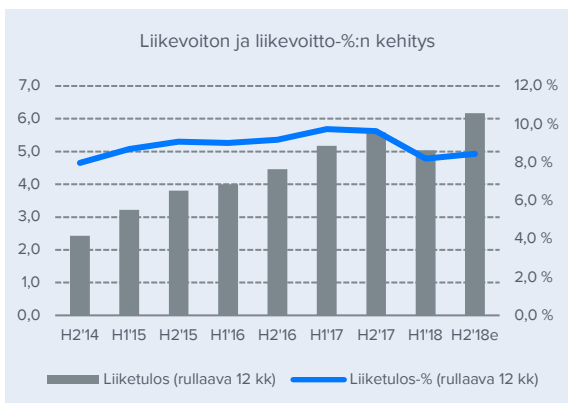
Arvostus

Arvostustaso	2013	2014	2015	2016	2017	2018e	2019e	2020e
Osakekurssi	4,27	4,56	8,00	8,26	11,06	11,20	11,20	11,20
Markkina-arvo	22	24	48	57	77	78	78	78
Yritysarvo (EV)	19	25	45	49	69	74	72	68
P/E (oik.)	15,0	14,0	17,4	15,4	17,4	16,9	11,9	10,7
P/E	20,2	14,1	19,6	17,3	18,7	18,2	12,5	11,1
P/Kassavirta	-85,7	-6,3	19,0	31,5	81,6	-74,4	12,1	9,9
P/B	4,8	3,2	4,2	3,2	3,7	3,5	3,1	2,7
P/S	1,2	0,8	1,1	1,2	1,3	1,1	0,9	0,8
EV/Liikevaihto	1,0	0,8	1,1	1,0	1,2	1,0	0,8	0,7
EV/EBITDA	9,0	9,1	10,9	10,3	11,1	10,6	7,4	6,5
EV/EBIT	11,2	10,1	11,8	10,9	12,4	12,0	7,9	6,8
Osinko/tulos (%)	67,8 %	47,7 %	57,1 %	65,2 %	66,1 %	70,0 %	64,7 %	61,2 %
Osinkotuotto-%	3,2 %	3,4 %	2,9 %	3,6 %	3,5 %	3,8 %	5,2 %	5,5 %

Lähde: Inderes



Tulostrendi (rullaava 12 kk)

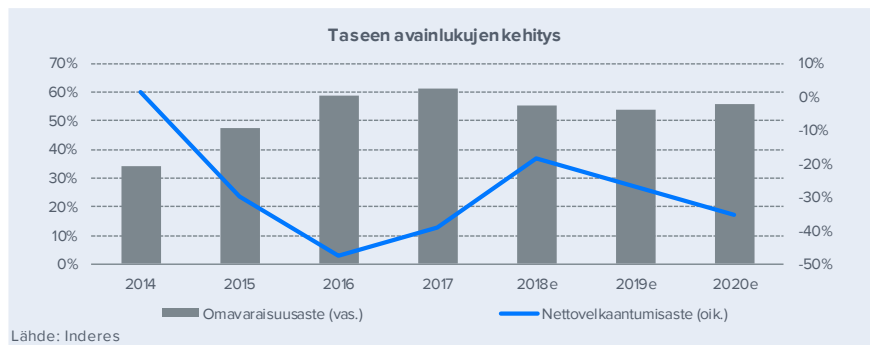


Tase ja kassavirtalaskelma

Tase

Vastaavaa (MEUR)	2015	2016	2017	2018e	2019e
Pysyvät vastaavat	11,2	12,1	15,5	21,5	21,7
Liikearvo	8,6	8,6	11,6	17,6	17,6
Aineettomat oikeudet	1,9	1,6	1,9	1,7	1,5
Käyttöomaisuus	0,6	0,9	1,2	1,5	1,9
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut sijoitukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset varat	0,0	0,9	0,8	0,8	0,8
Laskennalliset verosaamiset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Vaihtuvat vastaavat	12,7	18,5	18,4	18,7	25,7
Varastot	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut lyhytaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Myyntisaamiset	7,7	8,8	9,4	12,9	16,7
Likvidit varat	4,9	9,7	9,0	5,8	9,0
Taseen loppusumma	23,8	30,6	33,9	40,2	47,4

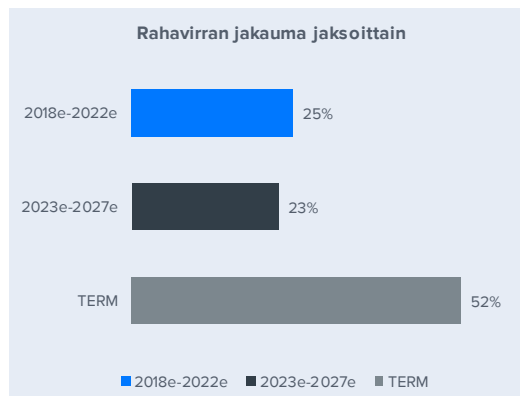
Vastattavaa (MEUR)	2015	2016	2017	2018e	2019e
Oma pääoma	11,3	18,0	20,8	22,4	25,6
Osakepääoma	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Kertyneet voittovarot	4,2	5,9	7,8	9,4	12,6
Omat osakkeet	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muu oma pääoma	7,1	12,0	12,9	12,9	12,9
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pitkäaikaiset velat	1,8	1,6	1,1	1,5	1,7
Laskennalliset verovelat	0,7	0,8	0,7	0,7	0,7
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lainat rahoituslaitoksilta	1,2	0,8	0,4	0,8	1,0
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lyhytaikaiset velat	10,6	11,0	11,9	16,3	20,0
Lainat rahoituslaitoksilta	0,4	0,4	0,4	0,9	1,1
Lyhytaikaiset korottomat velat	7,9	10,6	11,5	15,5	18,9
Muut lyhytaikaiset velat	2,3	0,0	0,0	0,0	0,0
Taseen loppusumma	23,8	30,6	33,9	40,2	47,4



DCF-laskelma

Kassavirtalaskelma (MEUR)	2017	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	TERM
Liikevoitto	5,2	5,8	8,6	9,7	10,4	10,2	10,0	10,4	10,2	9,8	8,8	
+ Kokonaispoistot	0,8	1,1	0,9	0,9	0,8	0,8	0,9	1,0	1,0	1,0	1,1	
- Maksetut verot	-1,1	-1,2	-1,7	-1,9	-2,1	-2,0	-2,0	-2,1	-2,0	-2,0	-1,8	
- verot rahoituskuluista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
+ verot rahoitustuotoista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Käyttöpääoman muutos	0,3	0,4	-0,3	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	
Operatiivinen kassavirta	5,1	6,2	7,5	8,8	9,3	9,1	9,0	9,4	9,2	9,0	8,1	
+ 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	-4,2	-7,2	-1,0	-0,9	-0,9	-1,0	-1,3	-1,1	-1,1	-1,2	-1,1	
Vapaa operatiivinen kassavirta	0,9	-1,1	6,5	7,9	8,4	8,2	7,7	8,3	8,1	7,8	7,0	
+/- 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	0,9	-1,1	6,5	7,9	8,4	8,2	7,7	8,3	8,1	7,8	7,0	104,5
Diskontattu vapaa kassavirta	-1,0	5,8	6,5	6,3	5,6	4,9	4,8	4,3	3,9	3,2	47,3	
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta	91,5	92,5	86,7	80,3	74,0	68,3	63,4	58,6	54,3	50,4	47,3	
Velaton arvo DCF	91,5											
- Korolliset velat		-0,8										
+ Rahavarat		9,0										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		-2,7										
Oman pääoman arvo DCF		96,9										
Oman pääoman arvo DCF per osake		13,84										

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



Tiivistelmä

Tuloslaskelma	2015	2016	2017	2018e	2019e
Liikevaihto	41,9	48,4	58,0	71,9	90,0
EBITDA	4,0	4,8	5,9	6,9	9,5
EBITDA-marginaali (%)	9,6	9,9	10,2	9,6	10,6
EBIT	3,5	4,1	5,2	5,8	8,6
Voitto ennen veroja	3,2	4,0	5,2	5,7	8,6
Nettovoitto	2,5	3,2	4,1	4,3	6,3
Kertaluontoiset erät	-0,3	-0,3	-0,4	-0,4	-0,4

Tase	2015	2016	2017	2018e	2019e
Taseen loppusumma	23,8	30,6	33,9	40,2	47,4
Oma pääoma	11,3	18,0	20,8	22,4	25,6
Liikearvo	8,6	8,6	11,6	17,6	17,6
Korolliset velat	1,6	1,2	0,8	1,7	2,1

Kassavirta	2015	2016	2017	2018e	2019e
EBITDA	4,0	4,8	5,9	6,9	9,5
Nettokäyttöpääoman muutos	-1,0	-0,7	0,3	0,4	-0,3
Operatiivinen kassavirta	2,3	3,3	5,1	6,2	7,5
Vapaa kassavirta	2,5	1,8	0,9	-1,1	6,5

Yhtiökuvaus
Siili on vuonna 2005 perustettu teknologiariippumaton ohjelmistojärjestelmien kehityspalveluita tarjoava yritys, joka tuottaa koko tietojärjestelmän kattavia IT-asiantuntijapalveluita. Yhtiön palveleamat asiakas sektorit ovat julkishallinto, finanssi, media ja tietoliikenne sekä teollisuus ja palvelut.

Osakekohtaiset luvut	2015	2016	2017	2018e	2019e
EPS	0,41	0,48	0,59	0,61	0,90
EPS oikaistu	0,46	0,53	0,64	0,66	0,94
Operat. kassavirta per osake	0,38	0,50	0,73	0,88	1,07
Tasearvo per osake	1,88	2,70	2,97	3,19	3,66
Osinko per osake	0,23	0,30	0,39	0,43	0,58
Voitonjako, %	57	65	66	70	65
Osinkotuotto, %	2,9	3,6	3,5	3,8	5,2

Tunnusluvut	2015	2016	2017	2018e	2019e
P/E	19,6	18,0	18,7	18,2	12,5
P/B	4,2	3,2	3,7	3,5	3,1
P/Liikevaihto	1,1	1,2	1,3	1,1	0,9
P/CF	20,9	17,1	15,1	12,7	10,4
EV/Liikevaihto	1,1	1,0	1,2	1,0	0,8
EV/EBITDA	10,9	10,3	11,1	10,6	7,4
EV/EBIT	12,8	11,7	13,4	12,9	8,3

Suurimmat omistajat	%-osakkeista
Erina Oy	11,8 %
Kesk. Työeläkevakuutusyhtiö Elo	9,2 %
Lamy Oy	7,0 %
Kesk. Työeläkevakuutusyhtiö Varma	3,7 %
eQ Pohjoismaat pienyhtiö	3,1 %

Suositus historia

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

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 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 tämänhetkisen hinnan ja 12 kuukauden tavoitehintamme väliseen prosenttiero. Suosituspolitiikka on neliportainen suositukseen myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään neljä kertaa vuodessa yhtiöiden osavuosikatsausten yhteydessä, mutta suosituksia ja tavoitehintoja voidaan muuttaa myös muina aikoina markkinatilanteen mukaisesti. Annetut suositukset tai tavoitehinnat eivät takaa, että osakkeen kurssi kehittyisi tehdyn arvion mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonmäärittämenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF) ja lisäarvomalli (EVA), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi.

Käytettävät arvonmäärittämenetelmät ja tavoitehinnan perusteet ovat aina yhtiökohtaisia ja voivat vaihdella merkittävästi riippuen yhtiöstä ja (tai) toimialasta.

Inderesin suosituspolitiikka perustuu seuraavaan jakaumaan suhteessa osakkeen nousuvara 12-kk tavoitehintaan:

Suositus	Nousuvara 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 suosituksen kohteena olevan liikkeeseen laskijan kanssa sopimuksen, jonka osana on tutkimusraporttien laatiminen. Lisätietoa Inderesin tutkimuksesta: <http://www.inderes.fi/research-disclaimer/>