

## Vahva kasvu jatkuu, tulos pettymys

Toistamme Siilin lisää-suosituksen ja tarkistamme tavoitehintaamme 8,20 euroon (aik. 8,0 EUR). Näemme osakkeessa lievää nousuvaraa markkinan hyvän kysyntätilanteen ja yhtiön kasvun jatkuessa. Verrokkeihinsa nähden Siili on nyt lievästi aliarvostettu, vaikka yhtiön kasvunopeus puoltaisi korkeampaa hinnoittelua. Yhtiön H1-tulos oli pettymys ennusteisiimme nähden, mutta arvioimme normaalin kasvu- ja kannattavuuskehityksen jatkuvan loppuvuonna.

### H1-kannattavuus yhtiön mukaan kauneusvirhe, ei muuta isoa kuvaa

Siilin H1'16 tulos (EBITDA 1,9 MEUR vs. ennuste 2,4 MEUR) oli ennusteisiimme nähden pettymys kahdesta syystä. Ensinnäkin yhtiön mukaan listautumisprosessi pörssin päällyställe sitoi johdon resursseja ja aikaa, mikä vaikutti operatiiviseen suoritukseen. Toiseksi, uuden merkittävän asiakkaan projektilyitys teki poikkeuksellisen ison loven tulokseen. Siili on perinteisesti välttänyt kiinteähintaisia suurempia projekteja niiden riskitason takia, minkä ansiosta yhtiön kannattavuus on ollut todella vakaa. Projektilyitykset ovat kuitenkin osa yhtiön liiketoimintamallia ja niitä tapahtuu väistämättä aika ajoin.

### Markkina vetää edelleen hyvin, kysyntä ei rajoita kasvua

IT-palvelumarkkina Suomessa ja kansainvälisesti näyttäisi olevan hyvässä vedossa. Tuloskauden aikana tapaamiemme lähes kaikkien sektorin yhtiöiden kommenttien perusteella myös Suomessa on nähtävissä selkeää piristymistä markkinatilanteesta. Hyvässä kysyntätilanteesta sektorin kilpailu kääntyy kuitenkin sopimuksista osaajiin, jolloin rekrytointiosaaminen kilpailuetuna korostuu. Siili on pärjännyt tässä historiallisesti hyvin. Yhtiö kuitenkin mainitsi tulosinfossa, että suuret IT-generalistit ovat tämän vuoden aikana aktivoituneet rekrytoinneissa, kun aiemmin nämä toimijat ovat pääasiassa vähentäneet väkeä. Näkemyksemme mukaan tämä on seurausta yleisen markkinatilanteen piristymisestä ja vahvasta kysynnästä tietyillä osaaja-alueilla. Suuret talot pystyvät tarjoamaan osaajille houkuttelevampia etenemismahdollisuuksia talon sisällä, mikä luo niille kilpailuetua osaajakisassa. Pienet toimijat taas houkuttelevat osaajia ketteryydellään ja kulttuurillaan.

### Yhtiö on edelleen hyvin kasvuhakuinen

Siili ohjeistaa edelleen 2016 liikevaihdon olevan 46-51 MEUR ja käyttökäteen olevan 4,6-5,1 MEUR. H1:n jälkeen on melko selvää, että haarukan yläpään saavuttaminen tulee olemaan vaikeaa ja ennusteemme ovat nyt lähempänä alarajaa. Arvioimme kasvun jatkuvan lähivuosina selvästi markkinakasvua nopeampana ja kannattavuuden säilyvän vakaana. Siili todennäköisesti kiihdyttää kasvua ja kansainvälistymistä yritysostoilla. Laajentuminen Saksaan ja Yhdysvaltoihin erityisesti autoteollisuuteen on mielenkiintoinen pitkän aikavälin mahdollisuus, mutta odotuksemme ovat varovaisia.

### Arvostus hieman alle verrokkien, kasvunopeus oikeuttaa pientä nousuvaraa

Vuosien 2016-2017 ennusteillamme Siilin EV/EBITDA-luvut ovat 10,5x ja 7,9x. Vastaavat P/E-luvut ovat 16,7x ja 12,5x. Arvostus on niukasti alle verrokkien. Siili on kyennyt kasvamaan orgaanisesti selvästi vertailuryhmäänsä nopeammin, mikä mielestämme puoltaa hieman korkeampaa hinnoittelua osakkeelle. Näemme arvostuskertoimissa myös nousuvaraa, mikäli yhtiö onnistuu kansainvälisessä laajentumisessa erityisesti autoteollisuudessa.

#### 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	%	MEUR	EUR	EUR	(x)	(x)	(x)	(x)	%
2014	29,5	2,4	8,2 %	2,2	0,33	0,16	0,8	10,5	10,1	14,0	3,4 %
2015	41,9	3,5	8,4 %	3,2	0,41	0,23	1,1	11,4	12,8	19,6	2,9 %
2016e	49,2	4,2	8,5 %	4,1	0,47	0,28	0,9	10,5	11,0	16,7	3,6 %
2017e	56,1	5,4	9,6 %	5,4	0,63	0,35	0,8	7,9	8,0	12,5	4,5 %
2018e	60,5	6,0	9,8 %	6,0	0,70	0,40	0,7	6,6	6,8	11,3	5,1 %
Markkina-arvo, MEUR			54	OPO / osake 2016e, EUR			2,60	CAGR EPS, 2015-2018, %			19 %
Nettovelka 2016e, MEUR			-8	P/B 2016e			3,0	CAGR kasvu, 2015-2018, %			13 %
Yritysarvo (EV), MEUR			46	Nettovelkaisuusaste 2016e, %			-44,8 %	ROE 2016e, %			22,1 %
Taseen koko 2016e, MEUR			29	Omavaraisuusaste 2016e, %			61,7 %	ROCE 2016e, %			26,6 %

### Analytiikko

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



### Suositus

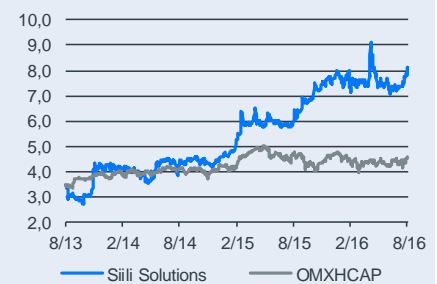
Lisää



Edellinen: Lisää

Tavoitehinta **8,20 EUR**

Edellinen: 8,00



Lähde: Bloomberg

Eiisen päätös **7,83 EUR**

12 kk vaihteluväli **5,83-9,2 EUR**

Potentiaali **4,7 %**

### Katso toimitusjohtajan videohaastattelu



## H1-raportti

### Ilman projektiylitystä tulos olisi ollut hyvä

Siilin H1 liikevaihto kasvoi 14 % ja oli 23,9 MEUR, kun ennusteamme oli 24,6 MEUR. Kasvu oli kokonaan orgaanista, mikä on ennusteen alituksesta huolimatta hyvä suoritus. Siilin kasvu on ollut rekrytointirajoitteista ja yhtiö on tehnyt osaajahankintoihin uudistuksia, joiden ansiosta osaajapulaa saatiin Q2:lla helpotettua. Käyttökate H1:llä oli 1,9 MEUR (H1'15: 1,8 MEUR) jäädessä 2,4 MEUR:n ennusteestamme, mikä johtui projektiylityksestä sekä listautumishankkeesta. Osakekohtainen tulos oli vertailukauden tasolla 0,18 eurossa, mikä johtui kevään osakeannin sekä optiomerkitöiden kautta kasvaneesta osakemäärästä. H1:n liiketoiminnan rahavirta oli poikkeuksellisen heikko -1,0 MEUR (H1'15: 0,2 MEUR), mikä johtui myyntisaamisten muutamien päivien ajoituksesta eikä siten aiheuta aihetta huoleen.

### Yhtiö avasi toimipisteen Yhdysvaltoihin

Siili kertoi tulosjulkistuksen yhteydessä avaavansa toimipisteen Yhdysvaltoihin. Tavoitteena on laajentua erityisesti autoteollisuuden ohjelmistokehitykseen, missä yhtiö on jo saavuttanut jalansijaa Saksan markkinoilla (asiakkaina Here, Rightware, Visteon). Käsityksemme mukaan yhtiö tulisi palvelemaan Yhdysvaltojen asiakkaita pienellä paikallisella tiimillä jota tukisi erityisesti Puolan ja Suomen yksiköiden toimituskapasiteetti. Eurooppalaisten osaajien hyvä kustannus/laatu -suhde sekä yhtiön osaaminen erityisesti designin ja käyttäjäkokemuksen alueilla tuovat kilpailuetua Yhdysvaltojen markkinalla. Kaukana sijaitsevan markkinan

palveleminen eurooppalaisilla resursseilla voi kuitenkin olla haastavaa, joten odotuksemme ovat toistaiseksi varovaisia. Lisäksi suhteellisen suljetun autoteollisuuden arvoketjuun pääsy voi olla haastavaa. Suomalaisista IT-palveluyhtiöistä Reaktor ja Idean ovat myös laajentaneet jo voimakkaasti Yhdysvaltoihin, joten suomalaisella osaamisella näyttäisi löytyvän kysyntää tällä markkinalla. Onnistuessaan Siilin laajentuminen Saksan ja Yhdysvaltojen kautta autoteollisuuden arvoketjuun voisi luoda merkittävää arvoa yhtiön omistajille, mistä Elektrobit on yksi hyvä esimerkki. Markkina on vahvasti kasvava ja suhteellisen suojassa kilpailulta johtuen korkeasta kynnyksestä päästä kiinni sektorin asiakkaisiin.

### Yritystojoja odotettavissa

Siili ei ole kahteen vuoteen tehnyt yritystojoja, mutta yhtiö todennäköisesti käy läpi potentiaalisia ostokohteita jatkuvasti. Arviomme mukaan yritystotot voisivat kohdistua Ruotsiin tai Keski-Eurooppaan. Näkemyksemme mukaan yhtiöllä on hyvät edellytykset ottaa taseeseen velkavipua tekemällä investointeja yritystojen muodossa (velkaantumisaste-% 2016e -45 %). Yhtiö pystyisi arviomme mukaan tekemään noin 10 MEUR kokoluokassa olevan yritystojen ilman tarvetta merkittäville rahoitusjärjestelyille. Tämä vastaisi noin 10-15 MEUR liikevaihtoluokassa olevaa ostokohdetta, mikä Siilin kannattavuustasolla nostaisi osakekohtaista tulosta noin 0,10-0,15 eurolla.

Ennustetaulukko	H1'15	H1'16	H1'16e	H1'16e	Konsensus	Erotus (%)	2016
MEUR / EUR	Vertailu	Toteutunut	Inderes	Konsensus	Alin	Ylin	Inderes
Liikevaihto	20,9	23,9	24,6				49,2
Käyttökate	1,8	1,9	2,4				4,7
Liikevoitto	1,6	1,6	2,2				4,2
Tulos ennen veroja	1,3	1,5	2,1				4,1
EPS (oikaistu)	0,18	0,18	0,27				0,47
Osinko/osake							0,28
Liikevaihdon kasvu-%	63,0 %	14,3 %	18,0 %				17,4 %
Liikevoitto-% (oikaistu)	7,5 %	6,7 %	8,8 %				8,5 %

Lähde: Inderes

## Ennustemuutokset

### Ennusteamme siirtyivät ohjeistushaarukan alalaitaan

Siilin tulos painottuu tyypillisesti hieman H2:n puolelle. Yhtiö ohjeistaa edelleen 2016 liikevaihdon olevan 46-51 MEUR ja käyttökateen olevan 4,6-5,1 MEUR. H1:n jälkeen on melko selvää, että haarukan yläpään saavuttaminen tulee olemaan vaikeaa. Uudet ennusteamme ovat 49,2 MEUR ja 4,7 MEUR (aik. 50,0 MEUR ja 5,1 MEUR). Siilin henkilöstömäärä oli H1:n lopussa 16 % vertailukautta korkeampi. Mikäli H2:lla yhtiö yltää hyvällä tasolla oleviin käyttöasteisiin, pitäisi 20 % tasolla olevan kasvun

saavuttamisen olla tämän perusteella mahdollista. Liikevaihdon osalta haarukan saavuttaminen pitäisi olla todennäköistä, mutta tulosohjeistuksen alarajan saavuttaminen edellyttää hyvää onnistumista projektienhallinnassa ja käyttöasteissa.

Vuoden 2016 ennusteamme ovat laskeneet selvästi, mutta pidemmän aikavälin ennusteamme ovat lähes muuttumattomia. Yhtiön strategian priorisoidessa edelleen kasvua ja markkinan kysyntätilanteen ollessa hyvä olemme nostaneet hieman liikevaihtoennusteitamme, mutta kannattavuuden osalta olemme asteen aiempaa varovaisempia. Arvioimme yhtiön kasvavan 14 %

vuonna 2017 ja 8 % vuonna 2018. Vastaavat EBITDA-ennusteemme ovat 10,5 % tasolla, mikä on hieman yli yhtiön historiallisen, hieman alle 10 %:n tason. Yhtiön kasvun tasaantuessa pitäisi yhtiöllä olla edellytykset korkeampaan kannattavuuteen, sillä etupainotteiset rekrytoinnit rajoittavat tällä hetkellä kannattavuutta. EPS-ennusteemme ovat laskeneet johtuen kevään osakeannin sekä optiomerkitöjen kautta kohonneesta osakemäärästä. Yhtiön annin myötä vahvistunut

tase ja kassa nostaa P/E-lukua, mutta vaikuttaa neutraalisti EV-pohjaiseen (yritysarvo) arvostukseen.

Ennustemuutokset	2016	2016	Muutos	2017e	2017e	Muutos	2018e	2018e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	50	49	-2 %	55	56	2 %	59	61	2 %
Käyttökate	5,1	4,7	-8 %	6,0	5,8	-2 %	6,4	6,4	0 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	4,7	4,2	-10 %	5,5	5,4	-2 %	6,0	6,0	0 %
Liikevoitto	4,7	4,2	-10 %	5,5	5,4	-2 %	6,0	6,0	0 %
Tulos ennen veroja	4,6	4,1	-12 %	5,5	5,4	-1 %	6,0	6,0	0 %
EPS (ilman kertaeriä)	0,59	0,47	-20 %	0,70	0,63	-10 %	0,76	0,70	-9 %
Osakekohtainen osinko	0,28	0,28	0 %	0,35	0,35	0 %	0,40	0,40	0 %

Lähde: Inderes

## Arvostuskertoimet

### Arvostuskertoimet eivät tarjoa merkittävää nousuvaraa

Vuosien 2016-2017 ennusteillamme Siilin EV/EBITDA-luvut ovat 10,5x ja 7,9x. Vastaavat P/E-luvut ovat 16,7x ja 12,5x. Arvostus on niukasti alle verrokkien ja melko selvästi alle profiililtaan Siilin lähimmän verrokin HiQ:n tason. Siili on kyennyt kasvamaan orgaanisesti selvästi vertailuryhmäänsä nopeammin, mikä mielestämme puoltaa hieman korkeampaan hinnoittelua osakkeelle. Lievästi pehmeäksi jäänyt H1-tulos voi hieman heikentää lyhyellä aikavälillä markkinan luottamusta yhtiöön ja

osakkeen voimakkaampi nousu edellyttäisi yhtiöltä onnistumista seuraavissa yritysostossa tai kansainvälistymishankkeissa. Näemme osakkeessa hyvin lievän tulosvaroitusriskin loppuvuonna, mutta pidämme todennäköisempänä, että yhtiö tulee palaamaan normaalille vahvalle kasvu- ja kannattavuusuralle H2:lla. Näemme arvostuskertoimissa myös nousuvaraa pidemmällä aikavälillä, mikäli yhtiö onnistuu kansainvälisessä laajentumisessa erityisesti autoteollisuudessa.

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	2016e	2017e
Acando	18,80	208	208	10,5	9,2	9,8	8,7	0,9	0,9	12,6	12,1	6,5	6,7		
Solteq	1,71	30	49	5,0	8,3	4,2	6,1	0,8	0,7	12,2	10,7	2,3	2,9		
Innofactor	1,00	33	45	15,5	11,0	8,4	6,9	0,8	0,7	8,7	8,3				
Nixu	5,28	33	28	18,2	14,0	11,5	8,7	1,4	1,2	17,8	13,5				
Affecto	2,81	63	65	7,2	5,5	6,4	5,0	0,6	0,5	14,4	8,4	6,8	7,8		
Bouvet	120,00	134	134	12,6	11,1	10,8	9,6	1,0	0,9	18,5	16,2	5,4	5,5		
Digia	3,50	73	79	13,8	10,6	9,9	8,4	0,9	0,8	16,7	13,7	1,9	2,0		
Enea	93,50	161	144	12,3	12,0	10,5	10,3	2,7	2,6	16,2	16,0	4,7	5,1		
Tieto	26,40	1956	2067	12,9	12,0	9,9	9,2	1,4	1,3	16,1	15,3	4,8	5,0		
HIQ International	54,00	310	298	13,0	12,1	12,3	11,5	1,7	1,6	17,8	16,6	5,6	5,9		
Know-IT	76,00	152	176	9,0	8,1	7,9	7,4	0,7	0,7	12,1	11,3	4,9	4,9		
<b>Siili Solutions (Inderes)</b>	<b>7,83</b>	<b>54</b>	<b>46</b>	<b>11,0</b>	<b>8,0</b>	<b>10,5</b>	<b>7,9</b>	<b>0,9</b>	<b>0,8</b>	<b>16,7</b>	<b>12,5</b>	<b>3,6</b>	<b>4,5</b>		
<b>Keskiarvo</b>				<b>11,8</b>	<b>10,4</b>	<b>9,2</b>	<b>8,4</b>	<b>1,2</b>	<b>1,1</b>	<b>14,8</b>	<b>12,9</b>	<b>4,8</b>	<b>5,1</b>		
<b>Mediaani</b>				<b>12,6</b>	<b>11,0</b>	<b>9,9</b>	<b>8,7</b>	<b>0,9</b>	<b>0,9</b>	<b>16,1</b>	<b>13,5</b>	<b>4,9</b>	<b>5,1</b>		
<b>Erotus-% vrt. mediaani</b>				<b>-13 %</b>	<b>-28 %</b>	<b>7 %</b>	<b>-9 %</b>	<b>3 %</b>	<b>-11 %</b>	<b>4 %</b>	<b>-8 %</b>	<b>-27 %</b>	<b>-12 %</b>		

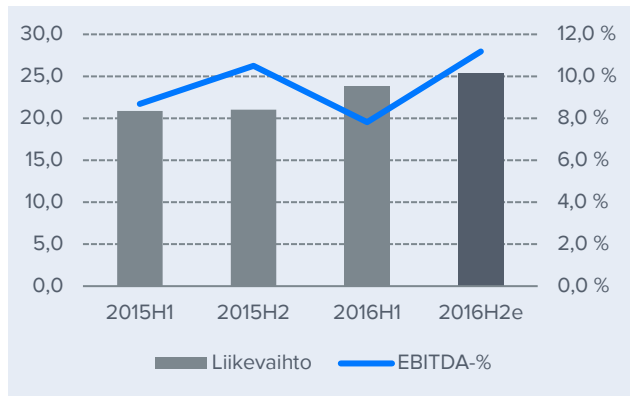
Lähde: Bloomberg / Inderes.

## Tuloslaskelma ja ennusteet puolivuositain

MEUR	2010	2011	2012	2013	2014H1	2014H2	2014*	2015H1	2015H2	2015	2016H1	2016H2e	2016e	2017e	2018e
<b>Liikevaihto</b>	<b>7,9</b>	<b>13,2</b>	<b>16,1</b>	<b>18,8</b>	<b>12,8</b>	<b>16,7</b>	<b>29,5</b>	<b>20,9</b>	<b>21,0</b>	<b>41,9</b>	<b>23,9</b>	<b>25,3</b>	<b>49,2</b>	<b>56,1</b>	<b>60,5</b>
Liiketoiminnan muut tuotot	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Materiaalit ja palvelut	-0,9	-2,7	-3,2	-2,5	-1,6	-2,1	-3,7	-2,9	-3,2	-6,1	-3,7	-3,5	-7,3	-6,7	-7,3
Henkilöstökulut	-5,0	-7,7	-9,9	-12,9	-9,2	-10,9	-20,1	-14,1	-13,2	-27,3	-15,6	-16,4	-32,0	-37,9	-40,8
Liiketoiminnan muut kulut	-1,1	-1,1	-1,4	-1,6	-1,2	-2,0	-3,2	-2,1	-2,3	-4,4	-2,7	-2,5	-5,2	-5,6	-6,1
<b>EBITDA</b>	<b>0,9</b>	<b>1,6</b>	<b>1,5</b>	<b>1,8</b>	<b>0,8</b>	<b>1,9</b>	<b>2,7</b>	<b>1,8</b>	<b>2,2</b>	<b>4,02</b>	<b>1,9</b>	<b>2,8</b>	<b>4,69</b>	<b>5,8</b>	<b>6,4</b>
Poistot	-0,1	-1,1	-0,2	-0,4	-0,1	-0,2	-0,3	-0,2	-0,3	-0,5	-0,3	-0,2	-0,5	-0,4	-0,4
<b>EBIT</b>	<b>0,7</b>	<b>0,5</b>	<b>1,3</b>	<b>1,4</b>	<b>0,8</b>	<b>1,6</b>	<b>2,4</b>	<b>1,6</b>	<b>1,9</b>	<b>3,5</b>	<b>1,6</b>	<b>2,6</b>	<b>4,2</b>	<b>5,4</b>	<b>6,0</b>
Rahoituskulut (netto)	0,0	0,0	-0,2	0,0	-0,1	-0,1	-0,2	-0,2	-0,1	-0,3	-0,1	0,0	-0,1	0,0	0,0
<b>Tulos ennen veroja</b>	<b>0,7</b>	<b>1,4</b>	<b>1,1</b>	<b>1,4</b>	<b>0,7</b>	<b>1,5</b>	<b>2,2</b>	<b>1,3</b>	<b>1,8</b>	<b>3,2</b>	<b>1,5</b>	<b>2,6</b>	<b>4,1</b>	<b>5,4</b>	<b>6,0</b>
Verot	-0,2	-0,4	-0,3	-0,3	-0,2	-0,3	-0,5	-0,3	-0,4	-0,7	-0,3	-0,5	-0,8	-1,0	-1,1
<b>Nettotulos</b>	<b>0,5</b>	<b>1,0</b>	<b>0,8</b>	<b>1,0</b>	<b>0,6</b>	<b>1,2</b>	<b>1,8</b>	<b>1,0</b>	<b>1,4</b>	<b>2,5</b>	<b>1,2</b>	<b>2,1</b>	<b>3,2</b>	<b>4,4</b>	<b>4,8</b>
<b>Oikaistu nettotulos</b>	<b>1,2</b>	<b>1,0</b>	<b>1,4</b>	<b>1,4</b>	<b>0,6</b>	<b>1,3</b>	<b>1,9</b>	<b>1,1</b>	<b>1,6</b>	<b>2,8</b>	<b>1,4</b>	<b>2,3</b>	<b>3,6</b>	<b>4,6</b>	<b>5,1</b>
<b>EPS (oikaistu)</b>			<b>0,21</b>	<b>0,28</b>	<b>0,11</b>	<b>0,22</b>	<b>0,33</b>	<b>0,18</b>	<b>0,23</b>	<b>0,41</b>	<b>0,18</b>	<b>0,30</b>	<b>0,47</b>	<b>0,63</b>	<b>0,70</b>
<b>EBIT-%</b>	9,3 %	4,1 %	8,0 %	7,3 %	6,1 %	9,8 %	8,2 %	7,5 %	9,2 %	8,3 %	6,7 %	10,2 %	8,5 %	9,6 %	9,8 %
<b>EBITDA-%</b>	<b>10,8 %</b>	<b>12,3 %</b>	<b>9,6 %</b>	<b>9,5 %</b>	<b>6,6 %</b>	<b>11,2 %</b>	<b>9,2 %</b>	<b>8,7 %</b>	<b>10,5 %</b>	<b>9,6 %</b>	<b>7,8 %</b>	<b>11,2 %</b>	<b>9,5 %</b>	<b>10,4 %</b>	<b>10,6 %</b>

\*Luvut IFRS 2014 alkaen, FAS tätä ennen

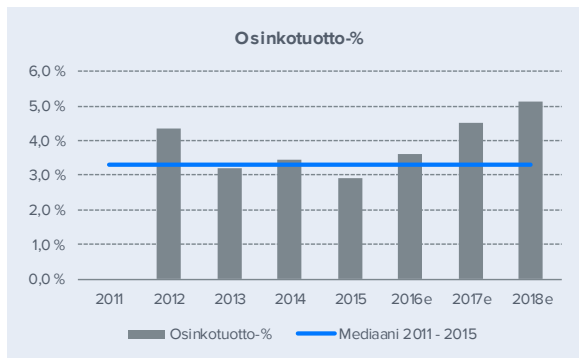
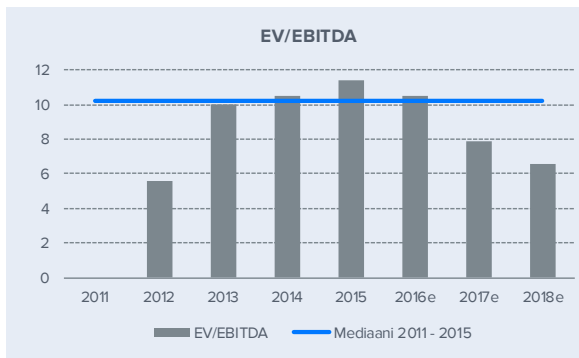
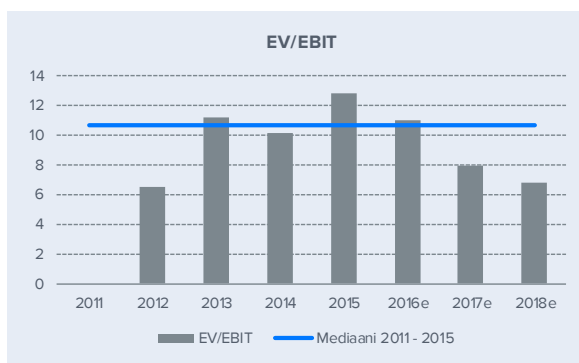
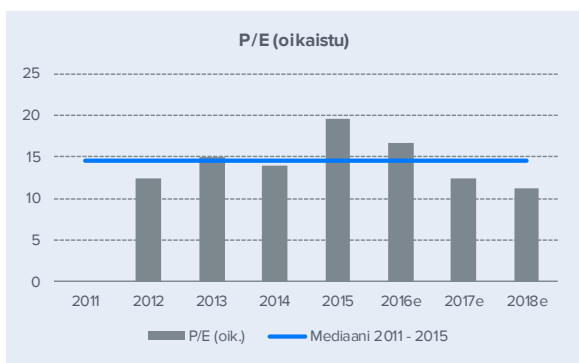
	2010	2011	2012	2013	2014H1	2014H2	2014*	2015H1	2015H2	2015	2016H1	2016H2e	2016e	2017e	2018e
Liikevaihdon kasvu y-o-y-%		66,5 %	22,1 %	17,0 %	36,0 %	77,8 %	56,9 %	63,0 %	25,9 %	42,0 %	14,3 %	20,4 %	17,4 %	14,0 %	8,0 %
Materiaalit ja palvelut-%	-11,8 %	-20,4 %	-19,6 %	-13,2 %	-12,3 %	-12,6 %	-12,4 %	-13,9 %	-15,5 %	-14,7 %	-15,5 %	-14,0 %	-14,8 %	-12,0 %	-12,0 %
Henkilöstökulut-%	-63,6 %	-58,7 %	-61,8 %	-68,8 %	-72,0 %	-65,1 %	-68,1 %	-67,4 %	-63,0 %	-65,3 %	-65,5 %	-64,9 %	-65,1 %	-67,6 %	-67,4 %
Poistot-%	-1,5 %	-8,2 %	-1,5 %	-2,2 %	-0,4 %	-1,3 %	-0,9 %	-1,1 %	-1,3 %	-1,2 %	-1,1 %	-0,9 %	-1,0 %	-0,8 %	-0,7 %
Liiketoiminnan muut kulut-%	-13,8 %	-8,6 %	-9,0 %	-8,5 %	-9,4 %	-11,9 %	-10,8 %	-10,1 %	-11,1 %	-10,6 %	-11,3 %	-10,0 %	-10,6 %	-10,0 %	-10,0 %
Henkilöstö kauden lopussa	106	149	175	231	328	328	353	368	368	368	410	440	440	492	522
Henkilöstökulut per henkilö TEUR		-78,1	-72,5	-79,0	-39,9	-33,1	-73,0	-39,9	-36,0	-75,9	-38,1	-37,3	-75,4	-77,0	-78,2



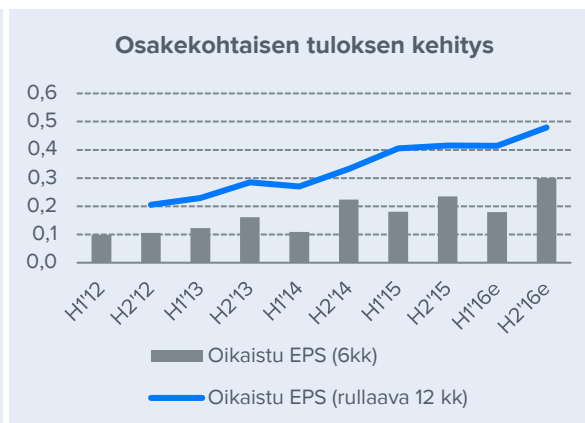
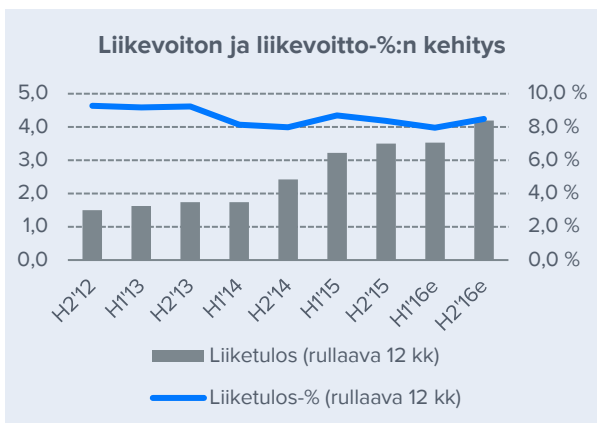
## Arvostus

Arvostustaso	2011	2012	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Osakekurssi		2,53	4,27	4,56	8,00	7,83	7,83	7,83
Markkina-arvo		12	22	24	48	54	54	54
Yritysarvo (EV)		10	19	25	45	46	43	40
P/E (oik.)		12,3	15,0	14,0	19,6	16,7	12,5	11,3
P/E		15,7	20,2	14,1	19,6	16,7	12,5	11,3
P/Kassavirta		16,9	-85,7	-6,3	19,0	38,9	10,7	10,9
P/B		4,2	4,8	3,2	4,2	3,0	2,7	2,4
P/S		0,7	1,2	0,8	1,1	1,1	1,0	0,9
EV/Liikevaihto		0,6	1,0	0,8	1,1	0,9	0,8	0,7
EV/EBITDA		5,6	10,0	10,5	11,4	10,5	7,9	6,6
EV/EBIT		6,5	11,2	10,1	12,8	11,0	8,0	6,8
Osinko/tulos (%)		68,1%	67,8%	47,7%	57,1%	60,5%	55,8%	57,5%
Osinkotuotto-%		4,3%	3,2%	3,4%	2,9%	3,6%	4,5%	5,1%

Lähde: Inderes



## Tulostrendi (rullaava 12 kk)

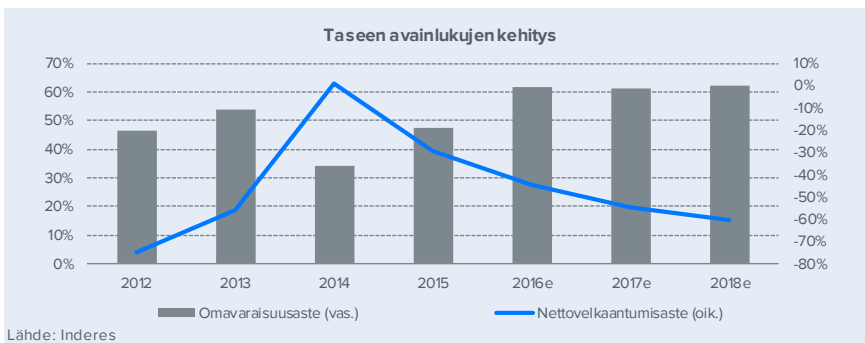


## Tase ja kassavirtalaskelma

### Tase

Vastaavaa (MEUR)	2013	2014	2015	2016e	2017e
<b>Pysyvät vastaavat</b>	<b>2,5</b>	<b>11,9</b>	<b>11,2</b>	<b>11,0</b>	<b>10,9</b>
Liikearvo	0,0	8,6	8,6	8,6	8,6
Aineettomat oikeudet	1,9	2,3	1,9	1,7	1,5
Käyttöomaisuus	0,2	0,5	0,6	0,6	0,7
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	0,4	0,5	0,0	0,0	0,0
Laskennalliset verosaamiset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Vaihtuvat vastaavat</b>	<b>6,1</b>	<b>10,7</b>	<b>12,7</b>	<b>18,2</b>	<b>22,4</b>
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	3,5	6,8	7,7	9,3	11,2
Likvidit varat	2,6	3,9	4,9	8,8	11,1
<b>Taseen loppusumma</b>	<b>8,5</b>	<b>22,5</b>	<b>23,8</b>	<b>29,1</b>	<b>33,2</b>

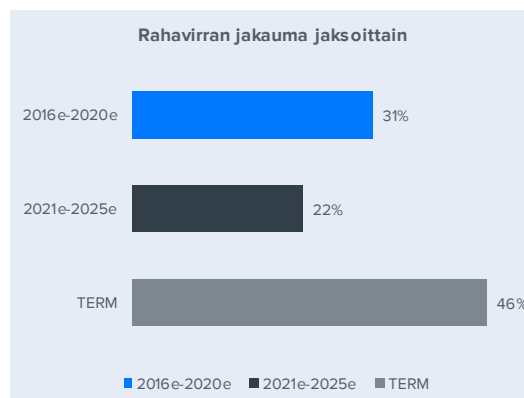
Vastattavaa (MEUR)	2013	2014	2015	2016e	2017e
<b>Oma pääoma</b>	<b>4,6</b>	<b>7,7</b>	<b>11,3</b>	<b>18,0</b>	<b>20,4</b>
Osakepääoma	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Kertyneet voittovarot	1,5	2,5	4,2	6,0	8,4
Omat osakkeet	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muu oma pääoma	3,0	5,0	7,1	11,9	11,9
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Pitkäaikaiset velat</b>	<b>0,0</b>	<b>4,2</b>	<b>1,8</b>	<b>0,9</b>	<b>0,5</b>
Laskennalliset verovelat	0,0	0,6	0,7	0,5	0,5
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lainat rahoituslaitoksilta	0,0	3,6	1,2	0,4	0,0
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Lyhytaikaiset velat</b>	<b>3,9</b>	<b>10,7</b>	<b>10,6</b>	<b>10,2</b>	<b>12,3</b>
Lainat rahoituslaitoksilta	0,0	0,4	0,4	0,4	0,0
Lyhytaikaiset korottomat velat	3,9	6,9	7,9	9,8	12,3
Muut lyhytaikaiset velat	0,0	3,4	2,3	0,0	0,0
<b>Taseen loppusumma</b>	<b>8,5</b>	<b>22,5</b>	<b>23,8</b>	<b>29,1</b>	<b>33,2</b>



### DCF-laskelma

Kassavirtalaskelma (MEUR)	2015	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	TERM
<b>Liikevoitto</b>	<b>3,5</b>	<b>4,2</b>	<b>5,4</b>	<b>6,0</b>	<b>6,4</b>	<b>6,5</b>	<b>6,2</b>	<b>6,1</b>	<b>6,2</b>	<b>5,6</b>	<b>5,7</b>	
+ Kokonaispoistot	0,5	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,5	0,5	
- Maksetut verot	-0,6	-1,0	-1,0	-1,1	-1,3	-1,3	-1,3	-1,2	-1,2	-1,1	-1,2	
- verot rahoituskuluista	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
+ verot rahoitustuotoista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Käyttöpääoman muutos	-1,0	-2,0	0,6	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,0	
<b>Operatiivinen kassavirta</b>	<b>2,3</b>	<b>1,7</b>	<b>5,4</b>	<b>5,3</b>	<b>5,7</b>	<b>5,7</b>	<b>5,5</b>	<b>5,4</b>	<b>5,4</b>	<b>5,0</b>	<b>5,1</b>	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	0,2	-0,3	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,4	-0,6	-0,6	-0,5	
<b>Vapaa operatiivinen kassavirta</b>	<b>2,5</b>	<b>1,4</b>	<b>5,0</b>	<b>5,0</b>	<b>5,3</b>	<b>5,3</b>	<b>5,1</b>	<b>5,0</b>	<b>4,8</b>	<b>4,5</b>	<b>4,6</b>	
+/- Muut	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	2,5	1,4	5,0	5,0	5,3	5,3	5,1	5,0	4,8	4,5	4,6	60,5
Diskontattu vapaa kassavirta		1,3	4,4	4,0	3,9	3,6	3,1	2,7	2,4	2,1	1,9	25,4
<b>Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta</b>		<b>54,8</b>	<b>53,4</b>	<b>49,0</b>	<b>45,0</b>	<b>41,1</b>	<b>37,6</b>	<b>34,5</b>	<b>31,8</b>	<b>29,3</b>	<b>27,3</b>	<b>25,4</b>
<b>Velaton arvo DCF</b>		<b>54,8</b>										
- Korolliset velat		-1,6										
+ Rahavarat		4,9										
- Vähemmistöosuus		0,0										
- Osinko/pääomapalautus		-1,4										
<b>Oman pääoman arvo DCF</b>		<b>56,7</b>										
<b>Oman pääoman arvo DCF per osake</b>		<b>8,20</b>										

Pääoman kustannus (WACC)	
Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoitettu velkaantumisaste D/(D+E)	10,0 %
Vieraan pääoman kustannus	6,0 %
Yrityksen Beta	1,20
Markkinoiden riski-premio	4,80 %
Likviditeettipremio	1,50 %
Riskitön korko	3,0 %
Oman pääoman kustannus	10,3 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	9,7 %



## Tiivistelmä

Tuloslaskelma	2013	2014	2015	2016e	2017e
Liikevaihto	18,8	29,5	41,9	49,2	56,1
EBITDA	1,8	2,7	4,0	4,7	5,8
EBITDA-marginaali (%)	9,5	9,2	9,6	9,5	10,4
EBIT	1,4	2,4	3,5	4,2	5,4
Voitto ennen veroja	1,4	2,2	3,2	4,1	5,4
Nettovoitto	1,0	1,8	2,5	3,2	4,4
Kertaluontoiset erät	-0,4	0,0	0,0	0,0	0,0

Tase	2013	2014	2015	2016e	2017e
Taseen loppusumma	8,5	22,5	23,8	29,1	33,2
Oma pääoma	4,6	7,7	11,3	18,0	20,4
Liikearvo	0,0	8,6	8,6	8,6	8,6
Korolliset velat	0,0	4,0	1,6	0,8	0,0

Kassavirta	2013	2014	2015	2016e	2017e
EBITDA	1,8	2,7	4,0	4,7	5,8
Nettokäyttöpääoman muutos	0,4	3,1	-1,0	-2,0	0,6
Operatiivinen kassavirta	1,9	5,8	2,3	1,7	5,4
Vapaa kassavirta	-0,3	-3,9	2,5	1,4	5,0

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	2013	2014	2015	2016e	2017e
EPS	0,21	0,32	0,41	0,47	0,63
EPS oikaistu	0,28	0,33	0,41	0,47	0,63
Operat. kassavirta per osak	0,38	1,07	0,38	0,24	0,78
Tasearvo per osake	0,93	1,41	1,88	2,60	2,93
Osinko per osake	0,14	0,16	0,23	0,28	0,35
Voitonjako, %	68	48	57	60	56
Osinkotuotto, %	3,2	3,4	2,9	3,6	4,5

Tunnusluvut	2013	2014	2015	2016e	2017e
P/E	21,2	13,9	19,6	16,7	12,4
P/B	4,8	3,2	4,2	3,0	2,7
P/Liikevaihto	1,2	0,8	1,1	1,1	1,0
P/CF	11,8	4,2	20,9	32,3	10,0
EV/Liikevaihto	1,0	0,8	1,1	0,9	0,8
EV/EBITDA	10,0	10,5	11,4	10,5	7,9
EV/EBIT	14,2	10,1	12,8	11,0	8,0

Suurimmat omistajat	%-osakkeista
Erina Oy	11,8 %
Kesk. Työeläkevakuutusyhtiö Elo	9,2 %
Lamy Oy	7,0 %
Mandatum Life Unit-Linked	4,0 %
Kesk. Työeläkevakuutusyhtiö Varma	3,7 %

## Suositus historia, viimeiset 12 kk

Päivämäärä	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
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 €
26.2.2016	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 €

## 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/>