

Solteq

Vuosipäivitys

11/2015

**inde
res.**

Yritystosta avaimet tulokasvuun

Toistamme digitaalisen kaupankäynnin palveluyhtiö Solteqin lisää-suosituksen ja nostamme tavoitehinnan 2,10 euroon (aik. 2,0 euroa). Descom-yritystosto nosti Solteqin eturintamaan nopeasti kasvavissa monikanavaisen kaupankäynnin ja digitaalisen markkinoinnin palveluissa. Arvioimme yritystoston tarjoavan merkittävien kulusynergioiden lisäksi huomattavasti aiempaa vahvemmat edellytykset orgaaniselle kasvulle ja kansainvälistymiseen. Pidämme osakkeen arvostustasoa ennustamiimme positiivisiin tulokasvunäkymiin nähden houkutteleva sekä absoluuttisesti että verrokkeihin nähden.

Yrityskaupasta vastaus toimialan murrosta vastaan

Kaupankäynnin ohjelmistoratkaisut ja palvelut ovat IT-markkinoita parhaillaan voimakkaasti muokkaavan digitalisaatiokehityksen eturintamassa. Kasvun ajureina toimivat nopeasti kehittyvä verkkokauppa, monikanavaiset kaupankäyntimallit sekä digitaaliset markkinoinnin ja asiakaskokemuksen hallinnan palvelut. Näkemyksemme mukaan yrityskauppa vahvasti merkittävästi Solteqin kilpailukykyä ja yhtiön palvelutarjooma vastaa nyt aiempaa selvästi paremmin toimialan murroksen luomaan kysyntään. Lisäksi yritystosto avasi portteja kansainväliselle kasvulle ja uusiin asiakassegmentteihin aiemmin vahvasti Suomeen ja kaupan alalle keskittyneelle Solteqille. Mielestämme Descom-yritystosto oli myös arvostusnäkökulmasta onnistunut, huomioiden hankinnan kustannukset, kulusynergijat ja suhteellisen pieni diluutio.

Strateginen fokus orgaanisessa ja kansainvälisessä kasvussa

Solteq uudistaa parhaillaan strategiaa ja tavoitetasoja yritystoston jäljiltä. Uuden strategian kulmakiviä tulee yhtiön mukaan olemaan kannattavuus, markkinoita nopeampi orgaaninen kasvu, strategisia painopistealueita täydentävät yritystostot, kansainvälinen kasvu ja vahvan kasvun mahdollistavan pääomarakenteen ylläpito. Pidämme todennäköisenä, että yhtiö tulee myymään strategiasta irrallisen Palvelujen toiminnanohjaus -liiketoiminnan lähiaikoina. Arvioimme mukaan yhtiö voisi saada tästä liiketoiminnasta 6-10 miljoonaa euroa.

Ennustamme vahvaa tulokasvua lähivuosille

Vaisusta yleisestä taloustilanteesta huolimatta ennustamme yhtiön tuplaavan operatiivisen tuloksen lähivuosina. Kasvua ja kannattavuutta tukevat ennusteessamme noin 2 MEUR:n kulusynergijat, uusien liiketoiminta-alueiden vahvat kasvunäkymät ja yhtiön vahvistunut kilpailukyky. Keskeisinä, joskin melko epätodennäköisinä riskeinä tulokasvulle näemme integraation epäonnistumisen, ”vanhojen” ratkaisualueiden kiihtyvän liikevaihdon laskun, isot asiakasmenetykset, projektoriskit ja yhtiön jäykän kustannusrakenteen.

Tulokasvupotentiaali tekee arvostuksesta houkuttelevan

Pidämme Solteqin arvostustasoa 12 kk:n tähtäimellä houkuttelevana. Vuosien 2015 ja 2016 P/E-luvut (oik.) ovat 14x ja 9x, sekä vastaavat EV/EBITDA-luvut 11x ja 6x. Vuoden 2016 arvostuskertoimet alittavat Pohjoismaisen vertailuryhmän kertoimet lähes 30 %:lla, mikä ei mielestämme ole perusteltua yhtiön selvästi vahvistuneiden kasvunäkymien valossa. Solteqin osakkeen riskiprofilia nostaa kuitenkin vielä yhtiön suhteellisen pieneen kokoon, yrityskauppoihin ja kansainvälistymiseen liittyvät riskit. Lisäksi osakkeen likviditeetti on ollut keskittyneestä omistusrakenteesta johtuen heikko.

Analyytikko

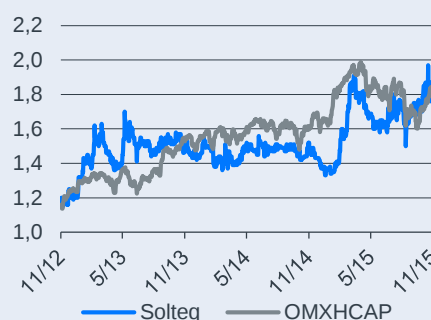
Petri Aho
+ 358 50 340 2986
petri.aho@inderes.fi



Suositus

Lisää

Tavoitehinta: 2,10 €



Edellinen päätös 1,85 EUR
12 kk vaihteluväli 1,33-1,97 EUR
Potentiaali +13,5 %

Avainluvut

	2014	2015e	2016e
Liikevaihto	40,9	52,1	69,3
- kasvu-%	7 %	27 %	33 %
EBIT (oik.)	2,5	3,5	6,1
- EBIT-% (oik.)	6,1 %	6,7 %	8,7 %
Tulos ennen veroja	2,3	1,5	4,4
Nettotulos	1,9	1,2	3,5
EPS (oik.)	0,13	0,13	0,21
Osinko	0,03	0,01	0,04
- Osinkosuhde	22 %	14 %	19 %
P/E	9,9	13,8	8,9
P/B	1,6	1,9	1,6
P/S	0,5	0,6	0,5
EV/EBIT	8,3	16,2	8,4
EV/EBITDA	5,4	10,7	6,1
EV/Liikevaihto	0,5	1,1	0,7
Osinkotuotto-%	2,3 %	0,5 %	2,2 %

Lähde: Inderes

Solteq yhteenveto

Sijoitusnäkemys

Arvoajurit	➤	- Vahva markkina-asema ja palvelutarjooma - Yritystoston kulu- ja ristiinmyyntisynergiat - Korkea orgaaninen kasvupotentiaali digitaalisissa palveluissa	➤	 Lisää Tavoitehinta: 2,10 €
Riskitekijät	➤	- Jäykkä kustannusrakenne - Vanhojen ratkaisupalveluiden kysynnän lasku - Isot asiakasmenetykset ja projektiriskit - Korkea velkaisuus ja liikearvo		
Arvostus	➤	- Tuloskasvupotentiaalia ei ole hinnoiteltu osakkeeseen - Verrokkiryhmään nähden hyvin alhainen arvostus - Osinkotuotto jää velkaisuuden takia heikoksi		

Liiketoiminnan kehitys

Liikevaihdon ja kannattavuuden kehitys



Liiketoimintarakenne

Liikevaihdon jakautuminen, 2016e



Lähde: Inderes

Video: Q3'15 haastattelu – Repe Harmanen (www.pörssikanava.fi)



Arvostus 2016e



Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja sijoitusprofiili	5
Toimiala ja kilpailukenttä	11
Toimiala.....	11
Kilpailijat ja vertailuyhtiöt	12
Liiketoimintamalli ja kilpailutekijät.....	15
Taloudellinen tilanne	19
Historiallinen kehitys.....	19
Tase ja rahoitusasema.....	20
Ennusteet ja arvostus	23
Ennusteet	23
Osakkeen arvostus.....	25
Tuloslaskelma, tase ja DCF-malli.....	27
Vuosineljännesennusteet ja tiivistelmä	29
Vastuuvapauslauseke	30

Yhtiökuvaus ja sijoitusprofiili

Solteq on suomalainen kaupan, logistiikan ja palvelualan IT-järjestelmätoimituksiin ja ohjelmistopalveluihin sekä digitaalisten myynnin ja markkinoinnin ratkaisuihin ja palveluihin erikoistunut yhtiö. Yhtiö tarjoaa laajan valikoiman palveluja ja ratkaisuja läpi kaupan alan arvoketjun, toimitusketjun optimoinnista kuluttaja-asiakastiedon hallintaan, digitaaliin kaupankäyntialustoihin ja markkinointiin. Yhtiön tarjoamat uudet ohjelmistoratkaisut ja palvelut perustuvat globaaleiden ohjelmistotalojen, kuten Microsoftin, IBM:n, SAP:n, Googlen ja Symphony EYC:n järjestelmiin, mutta myös yhtiön omaan tuotekehitykseen perustuvien ohjelmistojen ylläpitopalvelut muodostavat edelleen merkittävää tulovirtaa. Solteqin liiketoiminnat keskittyvät tällä hetkellä pääasiassa Suomeen, mutta yhtiöllä on kasvavaa toimintaa Ruotsissa, Tanskassa ja Puolassa. Yhtiön palveluksessa on yli 500 henkilöä.

Yhtiökuvaus

Kaupankäynnin ohjelmistojen ja palveluiden erikoisosaaja

Vuonna 1982 perustettu Solteq on suomalainen kaupan, logistiikan ja palvelualan IT-järjestelmätoimituksiin ja ohjelmistopalveluihin sekä digitaalisten myynnin ja markkinoinnin ratkaisuihin ja palveluihin erikoistunut yhtiö. Solteqilla on erikoistumisalueillaan johtava markkina-asema Suomessa ja sen tuote- ja palveluvalikoima kattaa kuluvaan vuoden kesällä tehdyn Descom-yritysoston myötä laajasti digitaalisen kaupankäynnin ja monikanavaisen toimitusketjun tarpeet. Solteqin liiketoiminta keskittyy edelleen vahvasti Suomeen, mutta yritysoston myötä kansainvälisen liiketoiminnan osuus ja painoarvo yrityksen strategiassa on kasvanut selvästi.

Voimakasta kasvua yritysostojen kautta

Solteqin vuoden 2014 liikevaihto oli 40,9 miljoonaa euroa ja vuosina 2010-2014 liikevaihto kasvoi noin 43 %. Pääosa jaksolla nähdystä liikevaihdon kasvusta tuli vuonna 2012 toteutetusta Aldata Solution Finland -yritysostosta, joka kasvatti yhtiön liikevaihtoa noin 12 miljoonaa euroa. Tänä kesänä tehty Descom-yritysosto kasvattaa Solteqin vuosiliikevaihdon arviomme mukaan lähes 70 miljoonaan euroon ensi vuoden aikana. Solteqin liikevoittomarginaali on ollut viime vuosina noin 5-6 %:n tasolla.

Yhtiön liikevaihto syntyy tällä hetkellä pääosin Suomessa, eikä yhtiö ilmoita tästä syystä johtuen liikevaihdon maantieteellistä jakaumaa. Arvioimme kansainvälisen liiketoiminnan liikevaihdon osuuden olevan vielä alle 5 %.

Uusi strategia valmistuu vuoden 2015 aikana

Solteq on parhaillaan päivittämässä strategiaansa seuraavassa kappaleessa tarkemmin kuvatus Descom-yritysoston seurauksena. Yhtiön omistajakunnassa tapahtui yrityskaupan myötä myös merkittäviä muutoksia, joiden uskomme vaikuttavan osaltaan uuden strategian painotuksiin.

Solteqin ja Descomin yhdistyminen oli osa molempien yhtiöiden strategian aktiivista toteuttamista. Yhtiöiden tavoitteena on olla digitaalisen kaupankäynnin johtaja Suomessa ja Pohjoismaissa. Solteq luo syksyn 2015 aikana uuden Solteq-konsernin strategian.

Solteqin aiemman, vuosille 2014-2018 ulottuneen strategian keskiössä oli taata yhtiön markkina-asema, kannattavuus ja kasvu keskittymällä entistä enemmän kaupan, logistiikan ja palveluiden alueille, vahvistamalla ratkaisuvaihtoehtoja, kehittämällä liiketoimintamallia ja laajentamalla asiakaskuntaa. Odotamme näiden painopisteiden olevan myös osa uutta strategiaa.

Aiemman strategian mukaan yhtiön tavoitteena oli myös kasvaa orgaanisesti markkinoita nopeammin sekä kansainvälistyä laajentamalla erityisesti yritysostojen kautta Ruotsin ja Pietarin markkinoilla. Uudesta strategiasta annettujen ennakkotietojen perusteella pidämme todennäköisenä, että vahva orgaaninen ja kansainvälinen kasvu tulevat säilymään tärkeinä osana Solteqin strategiaa ja niiden painopiste tulee olemaan ensisijaisesti Pohjoismaissa.

Solteqin aiemmassa strategiassa painotettiin myös perheyhtiömäisen omistajarakenteen ja toimintamallin vuoksi tasaista kannattavuuskehitystä, vahvaa omavaraisuutta ja jatkuvuutta yli kasvun. Solteqin taloudellisina tavoitteina strategiakaudesta 2014-2018 olivat yli 60 miljoonan euron liikevaihto, 10 %:n liikevoittomarginaali ja 45 %:n omavaraisuusaste. Näkemyksemme mukaan yrityskaupan myötä kaikkia numeerisia taloudellisia tavoitteita tullaan luultavasti tarkentamaan, sillä yhtiön liikevaihto on ylittänyt 60 miljoonan euron rajan, 10 %:n liikevoittomarginaalitavoite on monessa liiketoiminnassa jo saavutettu ja omavaraisuusastetavoite on yrityskaupan rahoitusrakenteen takia lyhyellä tähtäimellä liian haastava.

Descom-yritysosto

Descom lyhyesti

Descom on vuonna 1997 Jyväskylässä perustettu markkinointi- ja teknologiayritys, joka rakentaa digitaalisia myynnin, markkinoinnin ja asiakaspalvelun ratkaisuja kaupan, teollisuuden ja palvelualan yrityksille. Solteqille siirtyneissä Descomin liiketoiminnoissa työskenteli ennen kauppaa noin 220 työntekijää Suomessa, Ruotsissa ja Puolassa. Yrityskaupan kohteena olleiden liiketoimintojen liikevaihto oli vuonna 2014 yhteensä 27,4 miljoonaa euroa.

Descom kasvoi historiansa aikana vauhdikkaasti sekä yritysostojen että orgaanisen kasvun kautta. Vuonna 2008 konsernin liikevaihto oli vajaat viisi miljoonaa euroa ja vuonna 2014 yli 35 miljoonaa euroa (sisältäen kaupan ulkopuolelle jääneen Data Center Solutions -yksikön 7,8 MEUR:n liikevaihdon).

Descomin pääliiketoiminnot keskittyvät monikanavaisen myynnin ratkaisuihin ja asiakkaiden sähköisen markkinoinnin kehittämiseen. Monikanavaisen myynnin alueella yhtiö toimittaa monikanavaisia verkkokauppa- ja myymäläjärjestelmiä sekä tilausten- ja tuotetiedonhallintaratkaisuja. Sähköisessä markkinoinnissa yhtiön ydinratkaisut koostuvat hakukoneoptimoinnista ja -mainonnasta, konversio-optimoinnista sekä analytiikka- ja asiakaskokemusratkaisusta. Lisäksi Descom tarjoaa asiakkailleen sovelluskehitys-, integraatio- ja -ylläpitopalveluita.

Yrityskaupan logiikka

Mielestämme Descom-yrityskauppa on Solteqin pitkän aikavälin strategian ja kasvupotentiaalin kannalta tärkeä siirto, sillä ilman Descomin kaltaisia yrityskauppoja yhtiön olisi ollut näkemyksemme mukaan vaikea kasvaa nykyisillä ratkaisu- ja markkina-alueillaan.

Descomin ja Solteqin synergiat ovat loogisia. Yhtiöiden asiakaskunta ja liiketoiminnan arvoketjut ovat monilta osin samat, mutta ratkaisu- ja palvelutarjonnassa ei ole päällekkäisyyksiä. Kaupalla Solteq pystyy leventämään ratkaisutarjoamaa digitaalisen kaupankäynnin, analytiikan ja markkinoinnin alueilla, sekä laajentamaan yhtiön asiakaskuntaa ristiinmyynnin kautta.

Descomin pääliiketoiminnot keskittyvät monikanavaisen myynnin ratkaisuihin sekä asiakkaiden sähköisen markkinoinnin ja analytiikan kehittämiseen. Monikanavaisen myynnin ratkaisut voivat pitää sisällään esimerkiksi verkkokaupan, tilaustenkäsittelyn ja tuotetiedonhallinnan integroituna asiakkaan muihin järjestelmiin sekä näihin liittyvät jatkuvat ylläpitopalvelut. Markkinoinnin ratkaisut sisältävät mm. asiakaskokemuksen monitorointia, hakukoneoptimointia ja -mainontaa sekä konversio-optimointia. Näkemyksemme mukaan markkinan

kasvunäkymät näille ratkaisuille ovat selvästi paremmat kuin Solteqin perinteisillä ratkaisualueilla.

Transaktion rakenne

Solteq osti kuluvan vuoden kesäkuussa tiedotetulla kaupalla Descom Groupin koko osakekannan ja pääomallinat. Yhtiö konsolidoitiin Solteqin lukuihin 2.7.2015 ja yhtiö käynnisti välittömästi integraation, jonka on määrä valmistua pääosin ensi vuoden alussa.

Myyjinä kaupassa olivat Sentica Partners Oy:n hallinnoimat rahastot (61 %), Aidacom Partners Oy (6,3 %), Corpinghouse Oy (12,4 %) sekä Descomin henkilösijoittajat (yhteensä 20,3 %). Velaton kauppahinta oli 26 miljoonaa euroa. Osakekannan 11,1 miljoonan euron kauppahinnasta maksettiin kaupantekohetkellä käteisellä 6,6 MEUR ja 4,5 miljoonaa euroa Solteqin uusilla osakkeilla. Yhtiö laski liikkeelle noin 2,8 miljoonaa uutta osaketta, joiden merkintähintana käytettiin 1,65 euroa per osake. Käteisosuus ja loput velattomasta kauppahinnasta rahoitettiin 1.7.2015 liikkeelle lasketulla viiden vuoden mittaisella 27 miljoonan euron vakuudettomalla joukkovelkakirjalainalla. Lainalle maksetaan kiinteää 6 %:n vuotuista korkoa, joka maksetaan vuosittain. Solteqin osakemäärä kasvoi annin seurauksena noin 19 %.

Transaktion arvostus ja tavoitellut kulusynergiat

Kuten Solteqin ja muiden IT-palveluyhtiöiden kohdalla, pidämme EV/EBITDA-kerrointa relevantimpana mittarina liiketoiminnan arvottamiseen. Descomin Solteqille siirtyneiden liiketoimintojen vuoden 2014 käyttökate oli noin 3,3 miljoonaa euroa, joten 26 miljoonan velattomalla hinnalla EV/EBITDA-kerroin asettuu 7,9x tasolle. Maksettu kerroin oli kaupantekohetkellä linjassa Pohjoismaisten IT-palveluyhtiöiden arvostustasoon nähden. Solteqin oma EV/EBITDA-kerroin vuodelle 2015 oli kaupantekohetkellä ennusteemme pohjautuen noin 6,5x.

Solteq tiedotti Q3'15 raportin yhteydessä tavoittelevansa Descom-yrityskaupasta vuositasolla yhteensä 2 miljoonan euron kulusynergioita. Synergiaedut koostuvat hallinto- ja tukitoimintohenkilöstön vähentämisestä, toimitilojen yhdistämisestä sekä hankintojen keskittämisestä. Yhtiö ei antanut tarkkaa arvioita integraatiokuluista, mutta arvioimme niiden olevan yhteensä noin 1,1 miljoonaa euroa. Q3-raportilla yhtiö kirjasi yhteensä 0,8 miljoonan euron kertaerä hankintaan ja integraatioon liittyen. Integraatiotyön pitäisi olla pääosin valmis kuluva vuoden lopussa, mutta esimerkiksi toimitilojen osalta kulusynergiat toteutuvat ensi vuoden puolivälissä.

Integraatiokulut ja kulusynergiat huomioiden Descom-yrityksoston EV/EBITDA-kerroin laskee 5,1x tasolle, mitä voidaan pitää edullisena tasona.

Liiketoimintarakenne

Neljä liiketoimintasegmenttiä

Solteqin liiketoiminta on jaettu kolmeen asiakkuustyyppin mukaan jakautuvaan segmenttiin vuoden 2012 puolivälistä lähtien. Kuluva vuonna konserniin liitetty Descom on muodostanut lisäksi neljännen segmentin konserniin kolmannelle neljännekselle alkaen.

Käymme seuraavassa läpi Solteqin liiketoimintarakennetta vielä vanhojen segmenttien kautta, mutta esitämme sen jälkeen myös arviomme uuden, 1.1.2016 voimaan astuvan liiketoimintarakenteen jakaumasta.

1) Päivittäis- ja erikoistavarakauppa -segmentti tarjoaa kaupan alan yrityksille kokonaisratkaisuja, joiden avulla kauppa voi ohjata liiketoimintaansa niin logistiikan, myymälätoiminnan, asiakaspalvelun, rahastuksen kuin kanta-asiakkuuden hallinnan osalta. Solteqin tarjoamien kaupan alan ratkaisujen avulla kauppa voi mm. optimoida valikoimien, tilan, toimitusten, logistiikan ja asiakastytytyvyyden hallintaa.

Päivittäis- ja erikoistavarakauppa -segmentin liikevaihto vuonna 2014 oli 20,5 miljoonaa euroa (2013: 18 MEUR) ja liike-tulos 1,2 miljoonaa euroa (2013: 1,1 MEUR). Segmentin osuus vuoden 2014 liikevaihdosta ja liikevoitosta oli noin 50 %. Segmentin palveluksessa oli vuoden 2014 lopussa noin 40 % yhtiön henkilöstöstä.

2) Tukkukauppa, Logistiikka ja Palvelut -segmentti tarjoaa toiminnan- ja taloudenohjauksen järjestelmiä sekä niitä tukevia optimointi-, integraatio- ja raportointiratkaisuja. Segmentin ratkaisulla ohjataan liiketoimintaa ja hallitaan ostoja, myyntiä, varaston ohjausta sekä raportointia.

Tukkukauppa, Logistiikka ja Palvelut -segmentin liikevaihto oli vuonna 2014 15,0 miljoonaa euroa (2013: 15 MEUR). ja liike-tulos 0,6 miljoonaa euroa (2013: 0,3 MEUR). Segmentin osuus vuoden 2014 liikevaihdosta oli noin 40 % ja liikevoitosta noin 25 %. Segmentin palveluksessa oli vuoden 2014 lopussa noin 30 % yhtiön henkilöstöstä.

3) Solteqin Palveluiden toiminnanohjaus -segmentti tarjoaa palveluiden toiminnanohjausratkaisuja sekä masterdatan hallintaratkaisuja.

Palveluprosessien hallintaan ja optimointiin kehitettyjen palveluiden toiminnanohjaus-ohjelmistojen avulla ohjataan mm. tuotantolaitosten käyntivarmuutta, töiden- ja resurssienhallintaa, kenttätöitä, myyntiä ja asiakaspalvelua, kumppaniverkoston hallintaa sekä materiaalihallintaa. Ratkaisuja käyttää laaja joukko asiakkaita mm. teollisuuden ja energiatuotannon palveluissa, kunnossapito- ja huoltopalveluissa, elinkaari palveluissa, kaupunkien ja kuntien teknisessä toimessa, kiinteistöpalveluissa sekä koti- ja hoivapalveluissa.

Palveluiden toiminnanohjaus -segmentti vastaa myös yritysten liiketoimintakriittiseen tietoon eli masterdataan liittyvistä palveluista ja tuotteista, ja tarjoaa masterdatan laadun parantamisprojekteja, masterdata- palvelukeskukselle ulkoistettua tiedon ylläpitopalvelua, masterdatan hallinnassa hyödynnettäviä ohjelmistoteknologioita sekä konsultointipalveluja. Masterdatan hallinnan ratkaisuja käyttävät asiakkaat yli toimialarajojen.

Palveluiden toiminnanohjaus -segmentin liikevaihto oli vuonna 2014 5,2 miljoonaa euroa (2013: 5,2 MEUR) ja liike-tulos 0,7 miljoonaa euroa (2013: 0,7 MEUR). Segmentin osuus vuoden 2014 liikevaihdosta oli noin 10 % ja liikevoitosta noin 25 %. Segmentin palveluksessa oli vuoden 2014 lopussa noin 15 % henkilöstöstä.

4) Solteqin neljäs segmentti muodostuu tällä hetkellä Descomin liiketoiminnoista, jotka on kuvattu tarkemmin Descom-yritysosto kappaleessa.

Solteqin liiketoimintasegmentit, 2015e pro forma

Segmenttijakauma (pro forma)	Liikevaihto 2015e	%-osuus	EBIT (oik. enn.)	%-osuus
Päivittäis- ja erikoistavarakauppa, HoReCa	19,0	28 %	0,9	20 %
Tukkukauppa, Logistiikka ja Palvelut	12,6	19 %	1,0	23 %
Palveluiden toiminnanohjaus	5,0	7 %	0,5	10 %
Descom	30,6	46 %	2,0	47 %
Konserni	67,2	100 %	4,3	100 %

Lähde: Inderes

Uusi segmenttijako 1.1.2016 alkaen

Yhtiön segmenttirakenne tulee muodostumaan 1.1.2016 alkaen kahdesta uudesta segmentistä: Asiakasratkaisut-segmentistä ja Digitaaliset ratkaisut -segmentistä. Arviomme mukaan Asiakasratkaisut-segmentti tulee koostumaan pitkälti Solteqin ”vanhoista” liiketoiminnoista ja Digitaaliset ratkaisut -segmentin pääosan muodostaa yrityskaupassa konserniin tulleet Descomin liiketoiminnot. Vaikka odotamme Solteqin irtautuvan lähiaikoina Palvelujen toiminnanohjaus -segmentin liiketoiminnoista, käsittelemme niitä arvioidussa uudessa segmenttirakenteessa osana Asiakasratkaisut -segmenttiä.

Asiakasratkaisut -segmentin pro forma liikevaihto on kuluva vuonna arviomme mukaan noin 36,6 MEUR ja liikevoitto ilman kertaeriä 2,3 MEUR. Segmentin osuus vuoden 2015 pro forma liikevaihdosta olisi siten noin 54 % ja liikevoitosta ilman kertaeriä noin 53 %. Palvelujen toiminnanohjaus -liiketoimintojen osuus Asiakasratkaisut -segmentin pro forma liikevaihdosta on arviomme mukaan noin 14 % ja liikevoitosta 21 %.

Digitaaliset ratkaisut -segmentin pro forma liikevaihto on kuluva vuonna arviomme mukaan noin 31 MEUR ja

liikevoitto ilman kertaeriä 2,0 MEUR. Segmentin osuus vuoden 2015 pro forma liikevaihdosta olisi ennusteidemme mukaan siten noin 46 % ja liikevoitosta ilman kertaeriä noin 47 %.

Solteqin uudet liiketoimintasegmentit, 2015e pro forma

Segmenttijakauma (pro forma)	Liikevaihto 2015e	%-osuus	EBIT (oik.) enn.	%-osuus
Asiakasratkaisut	36,6	54 %	2,3	53 %
Digitaaliset ratkaisut	30,6	46 %	2,0	47 %
Konserni	67,2	100 %	4,3	100 %

Lähde: Inderes

Sijoitusprofiili

Vakaasta osinkoyhtiöstä kasvuyhtiöksi

Sijoittajille Solteq profiloituu Descom-yrityskaupan jälkeen näkemyksemme mukaan selvästi aiempaa voimakkaammin kasvuyhtiönä. Arviomme mukaan omistus-, yritys- ja taserakenteen muutosten myötä Solteq tulee tarjoamaan lähivuosina aiempaa selvästi pienempää osinkotuottoa ja yhtiön fokus tulee olemaan seuraavat vuodet entistä vahvemmin organisaatiossa kasvussa.

Jos Solteq pystyy osoittamaan kykyä toimialaa kovempaan kasvuun ja hyödyntämään kulusynergiaa täysimääräisesti, voivat yhtiön arvostuskertoimet nousta näkemyksemme mukaan selvästi aiempaa korkeammaksi. Sijoittajien on kuitenkin hyvä huomata, että voimakkaan kasvuhakuisuuden ja korkean velkavivun myötä Solteqin osakkeen riskiprofiili on myös selvästi aiempaa korkeampi.

Tuloskehitystä kannattaa seurata normaalia pidemmällä aikajänteellä

Projektien aloitusten ja päättymisten takia Solteqin liikevaihdon ja liikevoiton kehityksessä saattaa olla yksittäisten neljännten osalta merkittävää vaihtelua, jonka vuoksi kehoitamme sijoittajia tarkkailemaan Solteqin kehitystä yksittäistä neljännestä selvästi pidemmällä aikajänteellä.

Solteq käyttää projektien tuloutuksessa yhtiön johdon tekemään riskiarvioon perustuvaa tuloutusmallia, joka laskee selvästi projektiriskien toteutumiseen liittyvää tuloksen volatiliteettia. Toisaalta takapainotteinen tuloutustapa aiheuttaa sen, että hankkeiden valmistumisajankohdilla voi olla suuri vaikutus yhtiön kannattavuuteen yksittäisillä neljänneksillä. Tästä hyvä esimerkki oli vuoden 2014 viimeinen neljännes, jolloin yhtiö sai ennakoitua nopeammin päätökseen isoja hankkeita ja pystyi tulouttamaan siten kerralla merkittävän osan projekteista saadusta katteesta. Tämä nosti merkittävästi yhtiön liikevoittotasoa vuoden muihin kvartaaleihin nähden.

Omistusrakenne ja likviditeetti

Solteqin omistusrakenne on hyvin keskittynyt ja 10 suurinta omistajaa omistaa noin 70 % yhtiön osakekannasta. Solteqin suurin omistaja noin 27 %:n osuudella on pääomasijoitusyhtiö Sentican hallinnoimat rahastot. Myös Solteqin perustajilla on edelleen merkittävät omistukset yhtiössä. Osakekanta on tällä hetkellä lähes 100 %:sti kotimaisessa omistuksessa.

Pääomasijoitusrahastojen sijoitustyyliin kuuluu tyypillisesti voimakas kasvuhakuisuus ja sijoituskohteiden kassavirrat käytetään siksi tyypillisesti osinkojen sijaan kasvun rahoittamiseen. Lisäksi sijoituskohteiden pääomantuotto pyritään maksimoimaan korkean velkavivun avulla ja kohteiden omistus pyritään tyypillisesti myymään 5-10 vuoden aikajänteellä.

Osakkeen likviditeetti on keskittyneestä omistuksesta johtuen suhteellisen matala. Tästä johtuen sijoittajien on hyvä huomioda, että Solteqin osakekurssi voi vaihdella tuloskehityksen ja -odotusten sekä markkinanäkymien muutoksien myötä melko voimakkaasti.

Potentiaali

Näkemyksemme mukaan Solteqin osakkeeseen liittyy useita osakkeen arvonkehitystä potentiaalisesti tukevia arvoajureita. Sijoittajien kannalta keskeisimmät positiiviset arvoajurit ovat näkemyksemme mukaan:

- **Yritystoston synergiaedut:** Solteq on arvioinut saavuttavansa Descom-yritystoston kautta yhteensä noin 2 MEUR:n vuosittaiset kulusynergiaat, jotka toteutuvat arviomme mukaan pääosin jo ensi vuoden aikana. Lisäksi arviomme, että yritysosto mahdollistaa muutaman vuoden tähtäimellä merkittävän ristiinmyynti-potentiaalin.
- **Merkittävä orgaaninen kasvupotentiaali:** Digitaalisen kaupankäynnin ja markkinoinnin ratkaisujen ja palveluiden markkinat kasvavat tällä hetkellä vahvasti heikosta yleisestä talousympäristöstä huolimatta. Näkemyksemme mukaan Solteqin ratkaisujen ja ohjelmistopalveluiden kilpailukyky on myös kasvanut yrityskaupan myötä selvästi. Nämä seikat tarjoavat yhtiölle näkemyksemme mukaan huomattavaa orgaanista kasvupotentiaalia lähivuosina.
- **Jatkuvat tuotot:** Arviomme mukaan Solteqin liikevaihdosta selvästi yli 50 % muodostuu suhteellisen pitkän ja tasaisen kysyntänäkymän omaavista jatkuvista palveluista, joihin laskemme ylläpitopalvelut, toistaiseksi voimassa olevat palvelusopimukset ja kehityspalvelut. Jatkuvat palvelut tarjoavat lisäksi tasaista ja ennustettavaa kassavirtaa.
- **Matala pääoman tarve:** Yhtiön liiketoimintamalli ja kasvu sitovat vain hyvin vähän pääomaa ja investointitarpeet ovat hieman yli prosenttiin liikevaihdosta nousevia tuotekehityskuluja lukuun ottamatta hyvin pieniä. Tämän ansiosta liiketoimintamallin potentiaali kassavirran tuottamiseen on erinomainen.

- **Potentiaalinen yritysostokohde:** Pidämme yritysoston myötä kasvanutta Solteqia pitkällä tähtäimellä yritysostokohteena, kun toimialan konsolidaatio etenee. Arvioimme yhtiön kokonaisvaltaisten palveluiden ja asiakaskunnan kiinnostavan eritoten isoja globaaleja IT-palvelutaloja, kun ne laajentavat ja täydentävät portfolioitaan Pohjoismaissa. Myös yhtiön pääomasijoittajapohjainen omistusrakenne tukee yritysostokohteeksi päätymisen mahdollisuutta.

päättymisen voisi heikentää Solteqin kilpailukykyä ja liiketoimintaa merkittävästi.

Riskit

Solteqin osakkeeseen sisältyy näkemyksemme mukaan myös useita riskitekijöitä. Sijoittajan kannalta keskeisimmät riskit ovat näkemyksemme mukaan:

- **Pieni mittakaava:** Solteq on mittakaavaltaan ja resursseiltaan moniin globaalisti toimiviin kilpailijoihinsa ja päämiehiinsä nähden suhteellisen pieni yhtiö. Muutokset asiakaskunnassa tai päämiessuhteissa voivat siten heikentää selvästi yhtiön tuloskehitystä ja kilpailukykyä. Yhtiön isoimpien asiakkaiden ja päämiesten neuvotteluvoima on myös Solteqiin nähden suhteellisen vahva, sillä ne ovat Solteqiin nähden huomattavasti suurempia. Lisäksi yhtiön toiminta on keskittynyt pääosin yhdelle toimialalle (kaupan ala) ja Suomen markkinoille.
- **Projektiriskit:** IT-projektiliiketoimintaan sisältyy tyypillisesti paljon aikatauluihin, laatuun ja kustannuksiin liittyviä riskejä. Projektiriskien toteutuminen voi siten vaikuttaa merkittävästi yhtiön tulostasoon lyhyellä aikavälillä. Solteq pyrkii vähentämään näitä riskien vaikutusta tulostasoon konservatiivisen tuloutusmenetelmän avulla, mistä syystä yhtiön tuloskehitys on ollut melko vakaata viime vuosina. Lisäksi projektitoimituksen osuus liikevaihdosta on ollut tyypillisesti selvästi alle 50 %.
- **Yrityskauppariskit:** Descom-yritysoston integraatio on vielä kesken, minkä vuoksi osa tavoitelluista synergiaeduista voi jäädä saavuttamatta. Yrityskaupat ovat kasvattaneet Solteqin liikearvon ja velan määrän huomattavan korkeiksi, minkä vuoksi yhtiön tase- ja rahoitusriskit ovat aiempaa selvästi korkeammat.
- **Tase- ja rahoitusriskit:** Solteqille on syntynyt yritysostojen mukana merkittävän kokoinen liikearvo taseeseen, mikä nostanut velkaisuusasteen korkeaksi. Samalla yhtiön omavaraisuusaste on laskenut suhteellisen matalaksi, mikä lisää yhtiön tuloksen herkkyyttä yllättävien liiketoimintariskien toteutumiselle.
- **Avainhenkilöriskit:** Solteqin liiketoiminnan kehittyminen on jossain määrin riippuvainen yhtiön avainhenkilöiden ja erikoisosaajien sitoutumisesta yhtiöön. Avainhenkilöiden menettäminen tai siirtyminen yhtiön kilpailijaksi voi aiheuttaa yhtiölle asiakas- ja osaamisenetyksiä sekä kasvattaa kustannuksia.
- **Päämies- ja teknologiariskit:** Solteqin tarjooma ja ratkaisut pohjautuvat pitkälti globaalien ohjelmistotalojen (SAP, Microsoft, Symphony EYC, IBM ja Google) kehittämiin sovelluksiin ja jälleenmyyntisopimuksiin. Merkittävät muutokset jälleenmyyntisopimusten ehdoissa tai niiden

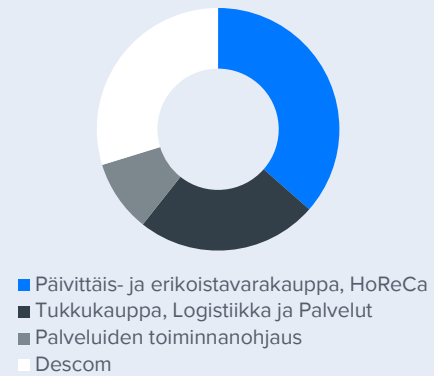
Solteqin liiketoiminta

Liikevaihto ja kannattavuuskehitys



Lähde: Inderes, Solteq

Liikevaihto segmenteittäin, 2015e



Lähde: Inderes

Video: IT-alan erikoisosaajat sijoittajatilaisuus 05/2015 – Solteqin toimitusjohtaja Repe Harmanen



Lähde: <https://www.inderes.fi/videot/it-alan-erikoisosaajat-sijoittajatilaisuus-052015-solteq>

Toimiala ja kilpailukenttä

Solteqin kehityksen kannalta keskeisiä toimialatason ajureita ovat Suomen kaupan alan myynnin ja investointien sekä IT-palvelumarkkinan kehitys. Toimialan kasvunäkymät ovat kokonaisuutena katsoen lähivuosille melko vaisut Suomen talouden taantumasta johtuen, mutta olemme identifioineet Solteqin tarjoomasta useita alueita joilla kasvu on keskimääräistä nopeampaa. Kasvualueita ovat eritoten tehokkuutta ja kustannussäästöjä tuovat ratkaisut sekä vahvojen toimialatrendien, kuten monikanavaisuuden ja digitaalisen kaupankäynnin hyödyntämiseen suunnatut palvelut. Solteqin kilpailukenttä voidaan jakaa karkeasti globaaleihin IT-jätteihin sekä pienempiin erikoistuneisiin toimijoihin. Solteq asemoituu näiden toimijoiden väliin toimintamallilla, joka yhdistää vahvan toimialaosaamisen, teknologiariippumattomuuden, joustavuuden ja laajasti koko kaupankäynnin arvoketjun kattavan palvelutarjoaman.

Toimiala

Kaupan myynnin ja investointien kasvunäkymät vaisut

Suomen kaupan alan myynnin ja investointien kehitys on näkemyksemme mukaan edelleen yksi keskeisimpiä Solteqin kysyntää ohjaavista ajureista. Kaupan ala on toimialoitain katsottuna Suomen toiseksi suurin investoija ja ICT-investointien osuus kaupan alan kaikista investoinneista on ollut historiallisesti hieman yli 20 %. Kaupan alan investoinnit olivat kokonaisuutena Kaupan liiton arvion mukaan viime vuonna noin 1,6 miljardia euroa, missä oli laskua hieman yli 10 % edellisestä vuodesta.

Suomen vähittäiskaupan myynti kasvoi vuosina 2000-2008 trendinomaisesti keskimäärin noin 5 % vuodessa, mutta vuodesta 2009 alkaen kasvuvauhti on hidastunut lähes nollassa. Kaupan alan investointien kasvu on ollut 2000-luvulla selvästi myynnin kasvua hitaampaa, mitä selittää muun muassa vähemmän kiinteisiin rakennelmiin investointeja vaativan verkkokaupan voimakas kasvu.

Kaupan kehitys ja investoinnit ovat kokonaisuutena katsoen suorassa korrelaatiossa Suomen yleiseen talouskehitykseen. Tämän myötä kaupan myynnin ja investointien lähivuosien kasvunäkymät ovat kokonaisuutena hyvin vaisut. Vuoden 2015 osalta Kaupan liitto odottaa vähittäiskaupan myyntiin 0,5 %:n laskua ja vuoden 2016 osalta 0,5 %:n kasvua. Myös tästä eteenpäin kasvu tulee olemaan melko vaatimatonta, sillä Suomen talouden kasvuvauhdin ei odoteta ylittävän 2 %:n tasoa lähivuosina.

Suomen IT-palvelumarkkina lievässä kasvussa

Markkinatutkimusyhtiö Gartner on arvioinut Suomen IT-palvelumarkkinan kasvavan noin 3 %:n vauhtia lähivuosina, kun IT-palvelumarkkinan odotetaan globaalisti kutistuvan 4,0-4,5 %:n luokkaa vuonna 2015 (Gartner). Valuuttakurssimuutoksista oikaistun kasvun ennustetaan kuitenkin olevan +2,0 %.

Oman näkemyksemme mukaan Pohjoismaissa kasvunäkymät ovat kokonaisuudessaan heikot Ruotsia lukuun ottamatta. Ennustamme Suomessa kasvun olevan 0-1 %:n luokkaa vuonna 2015. Suomen kasvulle näemme riskiksi julkisen sektorin pakkosäästöt valtion kiristyvän budjettipolitiikan myötä.

Toimialan kasvunäkymät ja syklisyys

Arviomme Solteqin Asiakasratkaisut-segmentin keskeisten markkinoiden kasvupotentiaalin olevan keskimäärin noin 2-3 % tulevana vuosina. Yhtiön mukaan vaisu suhdannekehitys on heikentänyt jonkin verran asiakkaiden investointihalukkuutta ja investointipäätöksiä on siirretty helposti eteenpäin. Investointikohteet valikoituvat myös tällä hetkellä aiempaa tarkemmin ja hankkeiden takaisinmaksuaikaa valintakriteerinä korostetaan. Arviomme, että erityisesti Solteqin omaan kehitystyöhön perustuvien ohjelmistopalveluiden kysyntä on ollut viime vuodet heikkoa, sillä vanhoihin ratkaisuihin on tehty pitkälti vain välttämättömiä päivityksiä ja laajennushankkeita sekä siirtymistä uudempaan järjestelmiin on lykkäty. Asiakasratkaisut-segmentin vahvimpia kasvualueita ovat nähdäksemme uuden sukupolven toiminnanohjaus-järjestelmät, jotka tukevat vahvemmin monikanavaista kaupankäyntiä sekä parantavat asiakaskokemusta ja -ymmärrystä.

Digitaaliset ratkaisut -segmentin markkinoiden kasvunäkymät ovat arviomme mukaan IT-palvelumarkkinoiden keskimääräistä kasvua selvästi paremmat. Erityisesti digitaalisten kaupankäyntiratkaisujen (verkkokauppa) kysyntänäkymät ovat vahvat, mistä kertoo mm. se, että verkkokaupan myynnin määrän kasvu on ollut Suomessakin keskimäärin yli 5 % vuodessa. Gartner arvioi viime vuoden Magic Quadrant for Digital Commerce -raportillaan digitaalisen kaupankäynnin ohjelmistojen keskimääräiseksi kasvuksi vuosina 2012-2017 noin 14 % vuodessa. Myös digitaalisten markkinoinnin palveluiden, kuten analytiikan ja konversio-optimoinnin kysyntänäkymät ovat arviomme mukaan alan keskimääräistä kasvua paremmat.

Kokonaisuutena Solteqin tuotteiden ja palvelujen kysyntä ei ole kovin suhdanneherkkää. Toiminnanohjaus-, asiakashallinta, toimitusketjunohjausjärjestelmät ja verkkokauppa-alustat ovat tyypillisesti asiakasyhtiöiden kannalta liiketoimintakriittisiä järjestelmiä, joita kehitetään ja ylläpidetään myös heikossa kysyntätilanteessa. Toisaalta kaupan ala on hyvin laaja ja toimijoiden määrä suuri, joten toimialan sisällä on kaikissa suhdannevaiheissa sekä kasvavia että taantuvia alueita.

Digitalisaatio luo markkinalle muutospaineita

IT-markkina on muuttumassa radikaalisti digitalisaation myötä ja IT-markkina jaetaan yleisesti jo "vanhaan" ja "uuteen" markkinaan. Perinteisten IT-infrastruktuuripalveluiden kasvunäkymät ovat heikot, kilpailu on kovaa ja markkinoilla on voimakkaita hintapaineita. Uudessa, pilvipohjaisessa IT:ssä työvoimavaltaisuus tyypillisesti pienenee automaation kasvun, ohjelmistojen standardoitumisen sekä SaaS-toimitusmallien myötä. Tämä on johtamassa siihen, että IT-palveluyhtiöt saavat entistä vähemmän liikevaihtoa lisenssimyynnistä ja laitteista, mutta korkeampia marginaaleja kasvavan palveluiden osuuden kautta. Pitkällä aikavälillä myös sopimusten euromäärät pienentyvät, mutta niiden kannattavuus paranee.

Markkinan murros, IT:n kompleksisuuden kasvaminen sekä kilpailun muuttuminen lokaalista enemmän globaaliksi tulee todennäköisesti johtamaan siihen, että kaikki pienemmät IT-talot eivät välttämättä selviä kilpailussa tai niiden on vaihtoehtoisesti erikoistuttava yhä voimakkaammin valituille alueille. Samalla vakiintuneet toimijat tulevat kohtaamaan uutta kilpailua nopeimmin kasvaville markkinasegmenteille syntyvistä uusista, pienistä ja ketterämmistä toimijoista.

Toimialatrendit

Kaupan ala on tällä hetkellä digitalisaation ja yhteiskunnallisten muutosten myötä vahvassa murroksessa ja toimialalla on monia kysyntää vahvasti ohjaavia trendejä. Olemme listanneet oheen muutamia keskeisiä trendejä.

- Organisaatioiden siirtyminen vanhoista legacy-järjestelmistä moderneihin ja teknisesti vakiintuneisiin/standardoituihin globaaleihin järjestelmiin jatkuu edelleen voimakkaana.
- Kuluttajien merkitys ja voima kaupan arvoketjussa on kasvanut merkittävästi tietotekniikan kehityksen ja sosiaalisen median myötä. Kaupan on jatkossa pystyttävä tarjoamaan palveluja paikasta ja ajasta riippumatta kaikissa myyntikanavissa. Tämän kehityksen myötä verkkokaupan ja monikanavaisuuden merkitys kasvaa, mikä kasvattaa ja nopeuttaa investointitarpeita.
- Logistiikan ja toimitusketjun toimivuuden rooli kaupan alan kilpailutekijänä kasvaa entisestään ja se on oleellinen osa globaalin verkkokaupan mahdollistajana.
- Järjestelmät palveluna -ratkaisujen (software as a service) kysyntä kasvu jatkuu voimakkaana.

- Mobiiliratkaisujen määrä ja tarve toiminnanohjauksessa ja asiakkuuksien hallinnassa kasvaa ja kehittyy.
- Kansainvälisten ketjujen ja kaupan alan toimijoiden ote Suomen markkinoista vahvistuu sekä perinteisen kaupan laajentumisen että globaalien kauppapaikkojen kautta.

Kilpailijat ja vertailuyhtiöt

Isot IT-palveluyhtiöt ja erikoistuneet toimijat kilpailijoina

Solteqin kilpailukenttä voidaan jakaa isoihin Suomessa ja muissa Pohjoismaissa toimiviin kansainvälisiin IT-palveluyhtiöihin (generalistit), kansainvälisiin mediayhtiöihin, keskiuuriin alueellisiin järjestelmä- ja ratkaisutoimittajiin sekä pieniin erikoistuneisiin paikallisiin toimijoihin. Kaupan alan IT-ohjelmistopalvelumarkkinat vaativat tyypillisesti vahvaa paikallista läsnäoloa, joten kilpailu ulkomailta käsin toimivia palvelutarjoajia vastaan on ollut tyypillisesti hyvin vähäistä. Sen sijaan digitaalisten kaupankäyntialustojen sekä analytiikka- ja markkinointipalveluiden kilpailijakenttä on huomattavasti laajempi ja lähes globaali.

Solteq asemoituu nähdäksemme kilpailijaryhmien väliin toimintamallilla, joka yhdistää vahvan kaupan alan toimialaosaamisen, teknologiariippumattomuuden, joustavuuden, jatkuvuuden ja kokonaisvaltaisesti koko monikanavaisen kaupankäynnin toimitusketjun ja asiakastuntemuksen kattaman palvelutarjoaman.

Yhtiön pääkilpailijoita ovat suuret IT-palveluyhtiöt, kuten Accenture, Capgemini, CGI (ent. Logica), Fujitsu Services ja Tieto. Solteq positioituu erilleen näistä kilpailijoista ennen kaikkea toimialaosaamisellaan, paikallisuudella, joustavuudella sekä pitkäjänteiseen ja syvälliseen asiakassuhteeseen tähtäävällä arvomaailmalla ja henkilöstöpolitiikalla.

Isojen IT-palveluyhtiöiden vahvuuksia Solteqiin nähden ovat erityisesti vakiintuneet ja vahvat asiakassuhteet, suuri mittakaava ja resurssit, laaja palvelutarjooma sekä kyky hyödyntää kustannustehokkaasti offshore-tuotantoresursseja. Nämä edut korostuvat erityisesti toimialan isoimmissa järjestelmätoimituksissa ja asiakkuuksissa, mutta keskiuurissa ja pienissä toimituksissa ne eivät useinkaan muodostu erottuvaksi tekijäksi. Lisäksi Solteq on viime vuosina tehneiden yrityskauppojen ansiosta saanut lisää resursseja, laajemman tarjoaman ja osaamista, jotka mahdollistavat yhä paremmin myös suurten järjestelmätoimitusten ja palvelusopimusten toteuttamisen.

Solteqin toisen kilpailijaryhmän muodostavat digitaalisen kaupankäynnin ja markkinoinnin palveluita ja ratkaisuja tarjoavat kansainväliset mediayhtiöt ja IT-konsulttiyhtiöt, kuten Sapient, Rosetta, Valtech, Salmon ja Javelin Group (Accenture). Solteq erottuu näistä kilpailijoista käsityksemme mukaan erityisesti vahvalla IBM-osaamisella, Pohjoismaisella fokuksella ja referensseillä.

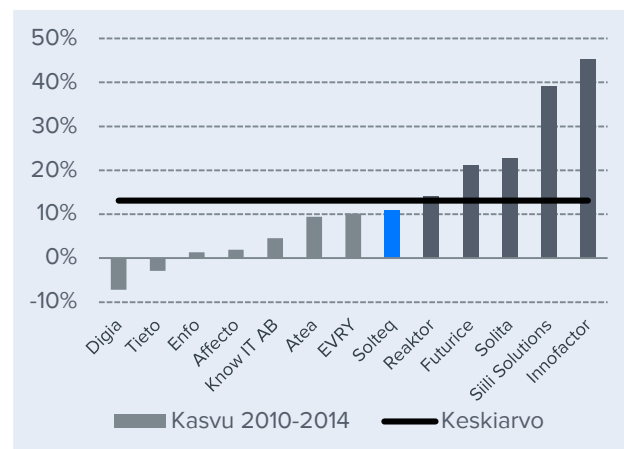
Kolmannen kilpailijaryhmän muodostavat pienet erikoistuneet IT-palveluyhtiöt, digitoimistot ja mediatoimistot. Tästä ryhmästä on vaikea nimetä yksittäisiä kilpailijoita ja kilpailukenttä on hyvin fragmentoitunut. Solteq kilpailee erikoistuneita toimijoita vastaan pääasiassa autokaupan, erikoiskaupan, digitaalisten markkinointipalveluiden ja palvelujen toiminnanohjauksen alueilla. Pienistä erikoistuneista toimijoista Solteq erottautuu erityisesti kokonaisvaltaisesti kaupankäynnin toimitusketjun ja asiakashallinnan kattavilla ohjelmistoratkaisuilla ja -palveluilla, teknologiariippumattomuudella ja jatkuvuudella. Pienten erikoistuneiden toimijoiden vahvuuksina on taas useimmiten kapean toimialueen ja teknologian täsmäratkaisut. Tällaisten ratkaisujen kohderyhmä edustaa kuitenkin pientä osaa markkinasta ja ne ovat siksi yleensä heikosti skaalautuvia.

Vertailuryhmän kasvu ja kannattavuus

Tarkastelemme ohessa listattujen sekä listaamattomien suomalaisten ja muiden Pohjoismaisten IT-palveluyhtiöiden kasvua ja kannattavuutta. Tarkasteltava joukko muodostaa myös osin arvonnäärityksessämme käyttämämme vertailuryhmän. Kaikki yhtiöt eivät välttämättä ole Solteqin kilpailijoita ja osa niistä on listaamattomia, mutta niiden liiketoimintamallit ovat yhtiön kanssa samankaltaisia. Vertailuryhmän kasvu vuositasona 2010-2014 on ollut keskimäärin 13 %, mitä selittää markkinan nopea toipuminen finanssikriisin jälkeen sekä yrityskaupat. Voimakkaimmin kasvaneet yhtiöt ovat pääasiassa laajentuneet yritysostoin, koska orgaaninen kasvu viime vuosien markkinaolosuhteissa on ollut haastavaa. Innofactorilla ja Siilillä kasvua ovat kiihdyttäneet etenkin yrityskaupat.

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 pienelle toimijalle edellytyksiä kasvaa, mikäli se toimii oikeilla ja kasvavilla ratkaisualueilla.

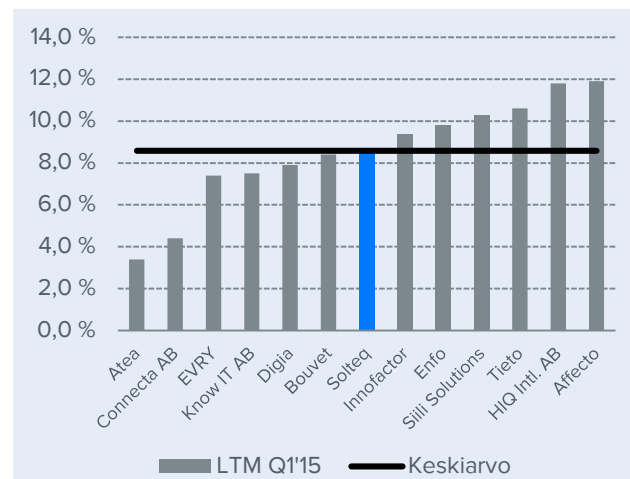
IT-palveluyhtiöiden keskim. kasvu 2010-2014



Lähde: Capital IQ, Asiakastieto

Kannattavuuden osalta listattujen yhtiöiden vertailujoukon keskiarvo on 8,6 % käyttökatteella (EBITDA) mitattuna viimeisen 12 kuukauden rullaavasta luvusta laskettuna. 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 tai vähintäänkin tyydyttävänä tasona. Yksinumeroisiin kannattavuustasoihin yhtiöiden ei pitäisi olla tyytyväisiä.

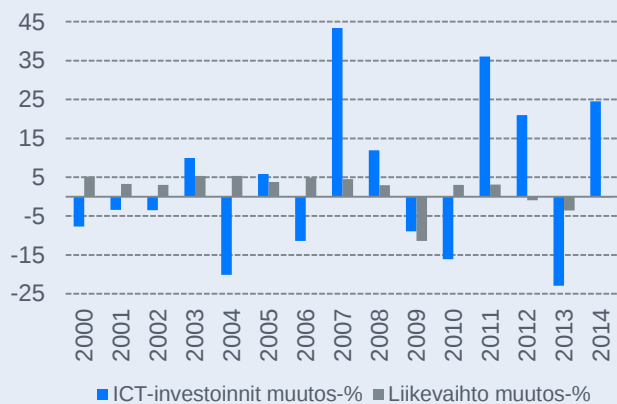
IT-palveluyhtiöiden kannattavuuksia, viim. 12kk EBITDA-%



Lähde: Capital IQ

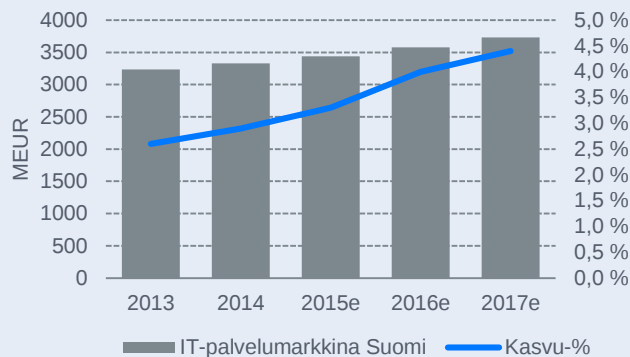
Toimiala ja kilpailijat graafeina

Kaupan alan myynti ja ICT-investoinnit



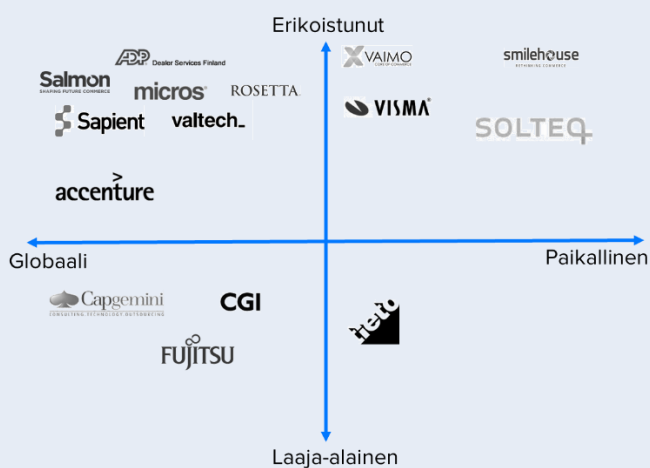
Lähde: Tilastokeskus

Suomen IT-palvelumarkkinoiden kehitys



Lähde: Gartner

Solteqin kilpailukenttä



Lähde: Inderes

Liiketoimintamalli ja kilpailutekijät

Solteq profiloituu Descom-yrityskaupan jälkeen entistä vahvemmin IT-palveluyhtiöksi, vaikka pieni osa yhtiön liikevaihdesta syntyy edelleen myös yhtiön omista ohjelmistotuoteratkaisuista. Solteqin palvelutarjooma kattaa laajasti kaikki keskeiset alueet kaupan alan ja monikanavaisen kaupankäynnin ratkaisuissa. Solteqin ohjelmistoratkaisut perustuvat niin omaan tuotekehitykseen kuin globaaleiden yhteistyökumppaneiden, kuten SAP:n, Microsoftin, Googlen, Symphony EYC:n ja IBM:n ratkaisuihin. Liikevaihdesta noin 1/3-osaa syntyy projekteista ja 2/3-osaa jatkuvista kehitys- ja ylläpitopalveluista. Yhtiön asiakaskunta keskittyy pitkälti Suomeen, mutta kattaa laajasti kaupan, logistiikan ja palvelutoimialan. Asiakassuhteet ovat tyypillisesti pitkiä, sillä yhtiön palvelut kohdistuvat asiakkaiden liiketoimintakriittisiin järjestelmiin. Näemme pitkän kokemuksen, vahvan toimialaosaamisen sekä kokonaisvaltaisen ja teknologiariippumattoman palvelutarjooman Solteqin keskeisimpinä etuina kilpailussa suuria IT-palvelutaloja vastaan.

Pääosa liiketoiminnasta koostuu ohjelmistopalveluista

Solteq profiloituu liiketoimintamalliltaan Descom-yrityksoston jälkeen entistä vahvemmin IT-palveluyhtiönä, vaikka pieni osa yhtiön liikevaihdesta syntyy edelleen yhtiön itse kehittämistä ohjelmistotuoteratkaisuista. Viime vuonna 62 % Solteqin liikevaihdesta tuli ohjelmistopalveluista, 26 % lisenssimyynnistä ja 12 % laitemyynnistä. Arviomme, että Descom-yrityskaupan jälkeen palveluiden osuus liikevaihdesta tulee kasvamaan yli 80 %:iin.

Solteqin ydinliiketoimintaa on toimia kaupan, logistiikan, tukkukaupan, teollisuuden ja palvelualan toiminnan- ja taloudenohjausjärjestelmien järjestelmäintegraattorina, kehittäjänä ja ylläpitäjänä. Yhtiön ratkaisutarjonta on laaja ja kattaa kaikki keskeiset alueet kaupan alan ja monikanavaisen kaupankäynnin ratkaisuissa. Solteqin ohjelmistoratkaisut perustuvat niin omaan tuotekehitykseen kuin globaaleiden yhteistyökumppaneiden, kuten SAP:n, Microsoftin, Googlen, Symphony EYC:n ja IBM:n ratkaisuihin.

Solteqin liikevaihto koostuu yhdistelmästä projektiluontoisia ohjelmistoratkaisu-toimituksia, säännöllisiä ylläpito-, kehitys-, ja analytiikkapalveluita, järjestelmäkehityksen pienprojekteja ja asiantuntijapalveluita. Toistuvien ja jatkuvien palvelujen osuus yhtiön liikevaihdesta on varsin merkittävä ja karkeasti arvioiden noin 2/3-osaa liikevaihdesta muodostuu aiempiin järjestelmätoimituksiin liittyvistä ylläpito ja kehityspalveluista. Loput noin 1/3-osaa liikevaihdesta muodostuu kertaluontoisista projektitoimituksista.

Solteqin tarjoamat kaupan, logistiikan ja palveluiden ohjelmistoratkaisut ja -toimitukset ovat perustuneet historiassa pitkälti yhtiön oman, IBM:n järjestelmään pohjautuneiden ohjelmistokehityksen tuloksen syntyneisiin tuotteisiin, joiden ylläpito ja kehityspalvelut muodostavat yhä arviomme mukaan yli 10 % Solteqin ja Descomin pro forma liikevaihdesta. Nykyisin uudet kaupan alan projektitoimitukset rakentuvat kuitenkin voimakkaammin globaaleiden ohjelmistotalojen, kuten Microsoftin, SAP:n,

IBM:n ja Symphony EYC:n kokonaisjärjestelmien päälle Solteqin tai Descomin kehittämiin ratkaisupalveluihin.

Solteqin tuoteliiketoiminnassa eli Palvelujen toiminnanohjaus -segmentissä tarjooma perustuu sen sijaan edelleen vahvasti yhtiön oman kehitystyöhön tuloksena syntyneisiin ohjelmistotuotteisiin ja niihin liittyviin palveluihin.

Lisäksi Solteq tarjoaa Descomin liiketoimintojen alla digitaalisen markkinoinnin ratkaisuja, sisältävät mm. asiakaskokemuksen monitorointia, hakukoneoptimointia ja -mainontaa sekä konversio-optimointia.

Tyypillinen asiakassuhde alkaa järjestelmätoimituksesta

Tyypillisesti Solteqin ja Descomin asiakassuhde alkaa ratkaisu-toimitusprojekteista. Asiakkaalle tehdään ensin tarjousvaiheessa kuvaus ratkaisusta, arvioiduista kustannuksista ja teknologiasta. Tämän vaiheen jälkeen asiakas valitsee toimittajan, jonka kanssa toteutetaan tarkempi määrittelyvaihe. Tyypillisesti projektin voittaa toimittaja, joka ymmärtää parhaiten asiakkaan liiketoimintaprosessit ja vaatimukset, pystyy räätälöimään ratkaisun asiakkaan tarpeisiin sopivaksi ja toimittamaan ratkaisun toivotussa aikataulussa ja hinnalla.

Projektit hinnoitellaan useimmiten ns. tavoitehinnalla, jossa kustannuslityksen jälkeen leikataan jäljellä olevan työn hintaa. Kiinteähintaisia projekteja tehdään vain harvoin ja lähinnä julkisen sektorin asiakkaiden kanssa, joiden osuus Solteqin kokonaisliikevaihdesta on hyvin pieni. Pitkään jatkuneiden asiakkuuksien kanssa tehdään joskus myös hankkeita aika- ja materiaaliperusteisella laskutuksella.

Kun projekti on voitettu, se tyypillisesti toteutetaan useammassa vaiheessa. Vaiheistaminen parantaa riskienhallintaa ja mahdollistaa tarvittavat muutokset myös projektin aikana.

Tyypillisesti projektitoimituksen viimeistelyn jälkeen asiakassuhde jatkuu järjestelmän elinkaaren ajan jatkuvina

ylläpito- ja kehityspalveluina. Koska Solteqin ja Descomin toimittamat järjestelmät ovat useimmiten liiketoimintakriittisiä, on niiden ylläpito- ja kehitystarpeet korkealla asiakkaiden prioriteeteissa. Järjestelmien elinkaari on myös yleensä pitkä, noin 5-10 vuotta, mikä mahdollistaa pitkät asiakassuhteet ja projekti-toimituksia huomattavasti suuremman liikevaihdon. Solteqilla on asiakkaita, joille yhtiö toimittaa jo toista tai kolmatta järjestelmäsukupolvea.

Kokonaisuutena laaja asiakaskunta ja pitkäkestoiset asiakassuhteet

Solteqin kaupan ja palvelualan ohjelmistopalveluiden asiakaskunta on varsin laaja ja kattaa vähittäis- ja päivittäistavarakaupan, erikoistavarakaupan ja kaupapakettujen, tukkukaupan ja logistiikan, autokaupan, sekä hotelli- ja ravintoalan toimijat. Näiden liiketoimintojen yhteenlaskettu liikevaihto vuonna 2014 oli 35,9 MEUR, eli noin 88 % kokonaisliikevaihdosta. Yhtiön kaupan ja logistiikan asiakasreferenssejä ovat mm. Suomen Lähikauppa, Alko, Koivunen, Autokeskus ja SOK.

Solteqin ohjelmistotuoteliiketoiminnassa (nyk. Mainiot Software Oy) eli kunnossapidon ja huoltopalveluiden toiminnanohjausjärjestelmissä asiakkaita ovat kuntien ja kaupunkien tekniset toimet, hoivapalveluyhtiöt, kunnossapito- ja huoltopalveluorganisaatiot, laite- ja elinkaaripalveluorganisaatiot, sekä teollisuusyhtiöt. Tämän liiketoiminnan liikevaihto vuonna 2014 oli 5,0 MEUR, eli noin 12 % kokonaisliikevaihdosta. Kunnossapidon ja huoltopalveluiden toiminnanohjausjärjestelmien asiakkaita ovat mm. HSY, VR Track, Caverion, RAY, Invalidiliitto ja Ruukki.

Heinäkuun alussa konserniin liitetyn Descomin digitaalisten myynnin ja markkinoinnin ohjelmistopalveluiden pääasiallisia asiakkaita ovat sekä suuret että keskisuuret kaupan alan yhtiöt ja suuret teollisuusyhtiöt. Solteqille yrityskaupassa siirtyneiden Descomin osien liikevaihto vuonna 2014 oli 27,4 MEUR, mikä vastaa noin 67 % Solteqin vuoden 2014 liikevaihdosta. Descomin asiakkaita ovat mm. ASSA Abloy, Konecranes, RAY, Stark, Kotipizza ja Würth.

Solteqin asiakaskunta koostuu kokonaisuudessaan pääosin suurista ja keskisuurista asiakkaista, mutta yhdenkään asiakkaan osuus liikevaihdosta ei ole yli 10 %. Descom-yrityksoston myötä 10 suurimman asiakkaan yhteenlaskettu liikevaihto on kuitenkin kasvanut arviomme mukaan yli 70 prosenttiin liikevaihdosta.

Solteqin asiakkuudet ovat olleet perinteisesti hyvin pitkäkestoisia, sillä yhtiöt uusivat liiketoiminnoille keskeisiä IT-järjestelmiä ja kaupankäyntialustoja vain harvoin. Monen asiakkaan käytössä on edelleen toiminnanohjausjärjestelmiä, jotka pohjautuvat Solteqin 90-luvulla kehittämiin ohjelmistoratkaisuihin ja niiden lisäosiin. Lisäksi ratkaisut keskittyvät usein asiakkaiden ydintoimintoihin ja kasvuhankkeisiin, mikä korostaa luottamuksellisuuden, asiakastuntemuksen, toimitusvarmuuden ja jatkuvuuden merkitystä asiakassuhteissa.

Liikevaihto tuotetaan pitkälti omin resurssein

Solteq ja Descom käyttävät liiketoiminnassaan pitkälti omia henkilöstöresursseja ja omaa myyntikanavaa. Tuotantorakenne ja myyntikanavat perustuvat osaltaan yhtiön aiempaan, pitkälti oman tuotekehityksen pohjalte rakentuneeseen tuotevalikoimaan sekä toimialan asettamiin vaatimuksiin, joissa korostuu voimakkaasti paikallisuuden, luotettavuuden ja jatkuvuuden merkitys kilpailutekijöinä.

Yhtiön tuotantorakenteen varjopuolena on herkkyyys liikevaihdon ja projektikannan nopeille vaihteluille, sillä iso osa kulurakenteesta on kiinteää 6-12 kuukauden aikajänteellä. Solteqin toimintakulttuuriin kuuluu tarjota henkilöstölle vakaa työympäristö ja -ura, joten irtisanomisista tai lomautuksista käytetään tyypillisesti vain merkittävässä suhdanne- ja kysyntätilanteenmuutoksissa. Tämä altistaa yhtiön kannattavuuden lyhyellä tähtäimellä projektien volyymeista ja ajoituksista johtuville heilahteluille, mutta toisaalta se tuo pitkällä aikavälillä liiketoiminnalle ja työntekijöille tärkeää jatkuvuutta. Toimintamallissa iso osa projektien resursointi- ja aikatauluriskeistä jää Solteqin itse kannettavaksi, mikä on myös heijastunut ajoittain yhtiön kannattavuuteen.

Kilpailu osaajista on kiristynyt toimialalla, joten uskomme että Solteq tulee jatkossakin tukeutumaan pääosin omiin henkilöstöresursseihin ja materiaali- ja palvelukustannuksien osuus tulee hiljalleen pienemään suhteessa liikevaihtoon.

Kilpailutekijät

Tyypillisesti IT-palveluyhtiöiden kilpailuedut pohjautuvat geneerisiin tekijöihin kuten tietty erikoisosaaminen, asiakkuudet, ja kustannustehokkuus. Kestävän kilpailuedun saavuttaminen on toimialalla kuitenkin vaikeaa, sillä viime kädessä liiketoiminnassa on kyse asiantuntijaresurssien ja pitkälti kopioitavissa olevien ratkaisujen ja toimintamallien myymisestä.

Solteqin keskeisiä kilpailuetuja ovat näkemyksemme mukaan 1) pitkän toimintahistorian myötä hankittu vahva kaupan alan ja digitaalisten palveluiden liiketoimintamallien ja asiakastarpeiden erikoisosaaminen, 2) pitkäkestoiset, asiakkaiden ydintoimintojen ympärille rakentuneet asiakassuhteet, sekä 3) kaupan toimialan prosessit laajasti kattavat ja kokonaisvaltaiset ratkaisupalvelut. Palvelujen toiminnanohjauksessa (ohjelmistotuoteliiketoiminta) Solteqin kilpailuetuna on puolestaan yhtiön itse kehittämät ohjelmistotuotteet.

Pitkä kokemus ja kaupan alan erikoisosaaminen on tehnyt Solteqista houkuttelevan kumppanin eritoten pienille ja keskisuurille suomalaisille yhtiöille. Solteq on pystynyt tarjoamaan tähän kokoluokkaan laadukkaan, kattavan ja kilpailukykyisen kokonaisratkaisun verrattuna niihin järjestelmäintegraattoreihin jotka toimivat useilla toimialoilla tai ulkomailta. Näkemyksemme mukaan Solteqin kilpailukyky on vahvistunut tuote- ja palvelutarjoaman laajentumisen myötä viime vuosina myös kaupan alan

suurimmissa asiakkuuksissa. Odotamme Descom-yrityskaupan myötä konserniin tulleen osaamisen ja vahvojen referenssien myös tukevan kasvua isoimmissa asiakkuuksissa ja kansainvälisesti.

Solteqin asiakkuudet ovat tyypillisesti hyvin pitkäkestoisia ja yhtiön voidaan sanoa olevan monessa tapauksessa kiinteä osa asiakkaidensa arvoketjua. Tämä vahvistaa Solteqin kilpailuasemaa neuvoteltaessa uusista järjestelmätoimituksista ja mahdollistaa kasvun asiakkaiden liiketoiminnan kasvun myötä.

Pitkälle omakehitteiset, kokonaisvaltaiset ja teknologiariippumattomat ratkaisupalvelut tarjoavat Solteqille monistettavan ja standardoidun tarjooman, joka parantaa yhtiön toimitusvarmuutta ja tehokkuutta sekä erottaa yhtiön kilpailijoista.

Suurimpana kilpailuhaittana näemme yhtiön pienestä mittakaavasta ja jäykästä tuotantomallista johtuvan rajallisen kustannustehokkuuden ja resurssit isoihin IT-palvelutaloihin verrattuna. Pieni koko rajoittaa Solteqin kilpailukykyä generalisteja vastaan erityisesti kaikista suuremmissa asiakkuuksissa, jotka muodostavat merkittävän osan koko toimialan liikevaihdosta. Mikäli kaupan ala keskittyy tulevaisuudessa voimakkaammin suurten yksittäisten toimijoiden ja kansainvälisten toimijoiden käsiin, voi se pienentää Solteqille potentiaalista asiakaskuntaa sekä rajoittaa Solteqin kykyä kasvaa. Tämän potentiaalisen uhkakuvan valossa yhtiön strategiset kansainvälistymis- ja kasvupyrkimykset ovat järkeviä toimenpiteitä, joilla voidaan luoda uusia mahdollisuuksia.

IT-palvelusektorilla suurimmissa asiakasorganisaatioissa generalistien asema on monesti niin sementoitunut, että Solteqin kaltaisen keskisuuren toimijan on hyvin vaikea päästä kiinni näihin asiakkuuksiin. Suurten asiakkaiden neuvotteluvoima voi heikentää Solteqin katetta ja projektien iso mittakaava voi samalla kasvattaa liiketoiminnan riskitasoa. Isoilla IT-palvelutaloilla on Solteqiin verrattuna huomattavasti parempi neuvotteluvoima, eikä isotkaan projektit tyypillisesti lisää liiketoiminnan riskitasoa kokonaisuutena.

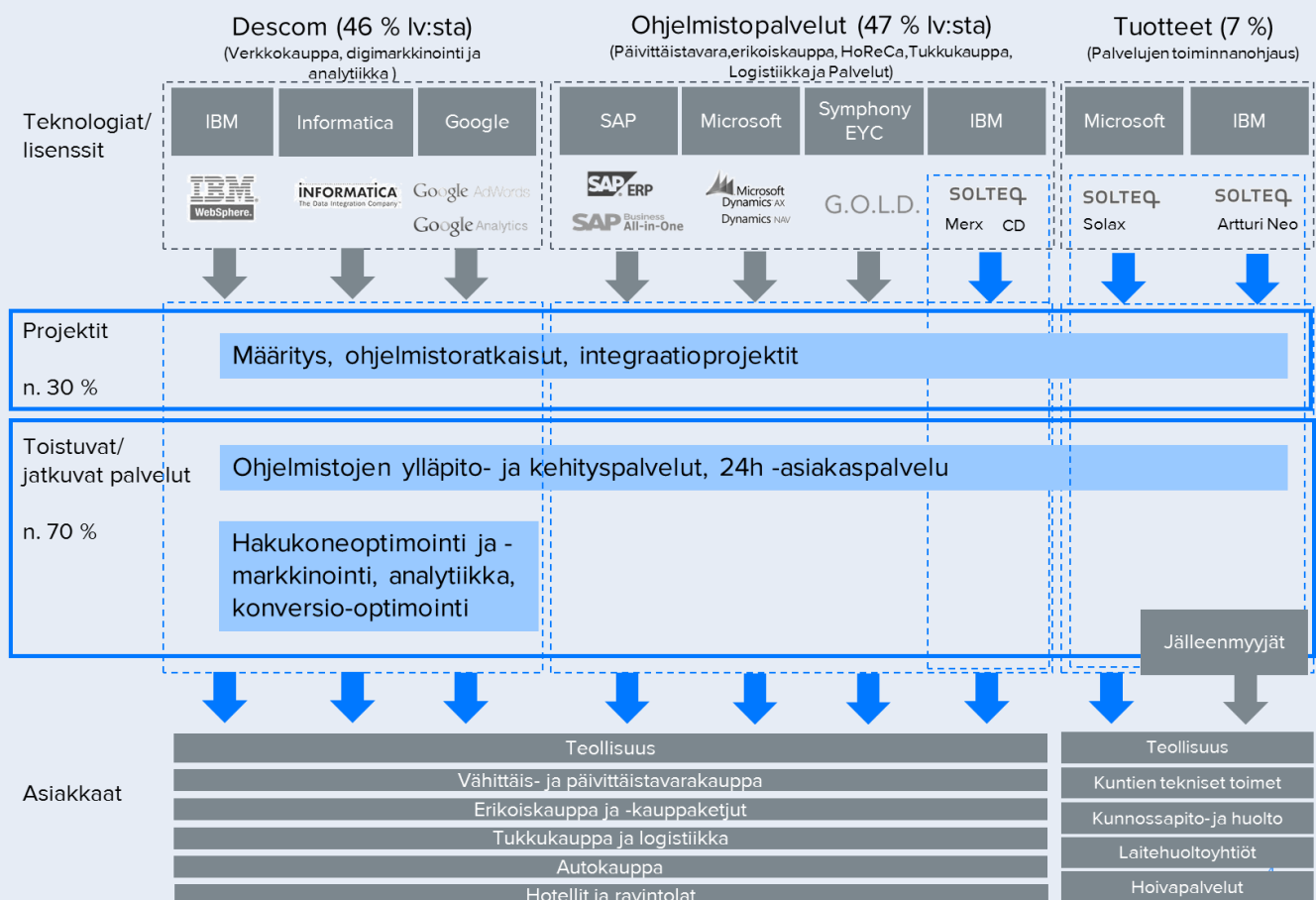
Liiketoimintamalli

Liiketoiminnan jakautuminen segmenteittäin

Segmenttijakauma (pro forma)	Liikevaihto 2015e	%-osuus	EBIT (oik.) enn.	%-osuus
Päivittäis- ja erikoistavarakauppa, HoReCa	19,0	28 %	0,9	20 %
Tukkukauppa, Logistiikka ja Palvelut	12,6	19 %	1,0	23 %
Palveluiden toiminnanohjaus	5,0	7 %	0,5	10 %
Descom	30,6	46 %	2,0	47 %
Konserni	67,2	100 %	4,3	100 %

Lähde: Inderes

Solteqin liiketoimintamalli



Taloudellinen tilanne

Solteqin liikevaihdon kasvuvauhti on vaihdellut toimialan murroksen, yritysostojen ja talouden syklien myötä viime vuosina voimakkaasti. Yhtiö on kuitenkin pystynyt ylläpitämään kysynnänvaihteluista huolimatta suhteellisen tasaista kannattavuutta. Suurimmat kasvusykäykset ovat syntyneet yritysostoista, joista merkittävimmät ovat vuonna 2012 tehty Aldata Finland-yritysosto ja kuluvana vuonna tehty Descom-yritysosto. Yritysostot ovat myös kasvattaneet huomattavasti Solteqin taseen liikearvoa ja velkaisuutta, mutta emme näe taseriskejä vahvan kassavirran ja vakaan kannattavuuden vuoksi merkittävänä. Yhtiö on kuitenkin jäykän ja heikosti skaalautuvan kustannusrakenteensa kautta haavoittuvainen ennakoimattomille kysynnänvaihteluille.

Historiallinen kehitys

Kasvuvauhti on vaihdellut viime vuosina paljon mutta kannattavuus on ollut vakaa

Solteqin liikevaihdon kasvuvauhti on vaihdellut toimialan murroksen, yritysostojen ja talouden syklien myötä viime vuosina kohtuullisen voimakkaasti. Vuosina 2009-2014 yhtiön liikevaihdon kasvu vaihteli -6 %:n ja +44 %:n välillä. Voimakkaasta kasvun vaihtelusta huolimatta yhtiön oikaistu EBITDA-% on säilynyt vuotta 2010 lukuun ottamatta tasaisesti suunnilleen 8-9 %:n tasolla. Segmentteittäin katsottuna kuitenkin myös kannattavuudessa on ollut suuria vaihteluita.

Yhtiön kannattavuuden vaihteluita on viime vuosina tasoittanut osaltaan yhtiön käyttöönotto projekti- ja riskiluokituksiin perustuva tuloutusmalli. Mallissa korkeariskisten projektien katteen tulouttaminen painottuu projektien loppupäähän, kun taas matalariskisten projektien kate tuloutetaan suoraviivaisemmin valmiusasteen mukaan.

Vuodet 2009-2011 sopeutumista madaltuneeseen kasvuun

Finanssikriisin seurauksena myös kaupan alan kasvu- ja investointivauhti hidastui selvästi ja Solteqin liikevaihdon kasvu jäi 2009-2011 jaksolla selvästi negatiiviseksi. Yhtiön kannattavuus säilyi vuotta 2010 lukuun ottamatta kohtuullisella, noin 5 %:n liikevoittomarginaalitasolla.

Vuonna 2010 Solteq teki noin 4,3 miljoonan euron liiketappion, mikä johtui pääasiassa kahden suuren projektin samanaikaisesta riskien toteutumisesta. Aliarvioitujen toteuttamisen haasteet uusilla teknologioilla johtivat yhtiön johdon mukaan liialliseen alihankinnan käyttämiseen ja siten yhteensä noin 0,8 miljoonan euron tappioihin. Lisäksi yhtiö teki noin 2,1 miljoonan euron liikearvojen alaskirjaukset kolmelle tuotealueelle, toteutti tehostamistoimia ja alaskirjasi aktivoituja tuotekehitysmenoja.

Aldata Solutions Finland Oy:n yritysosto

19.3.2012 Solteq osti Aldata Solutions Finlandin noin 8,3 miljoonan euron kauppahinnalla Aldata Solutions Oy:ltä. Yrityskaupan myötä Solteqista tuli johtava kaupan alan ohjelmistopalveluihin keskittynyt yhtiö Suomessa, asiakaspohja kasvoi, tuotetarjonta lisääntyi ja toiminta laajeni hotelli- ja ravintola-alalle. Johdon mukaan yrityskaupan myötä Solteqille avautui realistinen mahdollisuus tarjota palveluita kaikkiin Suomen kaupan alueisiin ja kokoluokkiin.

Yritysosto kasvatti Solteqin liikevaihtoa vuositasolla yli 40 % ja liikevoittoa noin 60 % vuoteen 2011 verrattuna. Kauppa rahoitettiin instituutiolle suunnatulla 3,1 miljoonan euron osakeannilla, pankkilainalla ja 2,5 miljoonan euron arvoisen toimitilakiinteistön myynnillä.

Yrityskaupassa Solteqille siirtyivät Suomessa kehitetyt Aldatan tuotteet keskikokoisille kaupan ja ravintola-alan toimijoille. Näitä on mm. 1-2-1 tuoteryhmä, joka on kehitetty Microsoft Dynamics AX for Retail alustalle. Kaupan jälkeen Solteqista tuli myös Aldatan (Symphony EYC:n) järjestelmien jälleenmyyjä Suomessa.

Solteqilla ja Aldatan Suomen tytäryhtiöllä oli tuotetarjoomassaan ja asiakasryhmissä melko vähän päällekkäisyyksiä. Yhtiön mukaan yritysoston integroinnilla Solteqiin saavutettiin vuositasolla noin 0,5-1,0 miljoonan euron synergiahyödyt vuoden 2013 alusta alkaen. Synergia saavutettiin purkamalla päällekkäinen hallinto ja toimitilajärjestelyt.

Yritysosto siivitti liikevaihdon ja tuloksen kovaan kasvuun vuonna 2012

Vuonna 2012 Solteqin liikevaihto ja liikevoitto kasvoivat voimakkaasti vahvan orgaanisen kasvun ja yllä tarkemmin käsittelemämme Aldata Solutions Finland Oy:n yritysoston myötä. Vuonna 2012 yhtiön liikevaihto kasvoi 44 % 27,1 miljoonasta eurosta 39,0 miljoonaa euroon. 1.3.2012 konserniin yhdistetyn yritysoston osuus liikevaihdosta vuonna 2012 oli 9,5 miljoonaa euroa ja orgaaninen kasvu 8,5 %. Raportoitu liikevoitto kasvoi 88 % 2,7 miljoonaan euroon. Kertaluontoisista tuotoista ja kuluista puhdistettu

liikevoitto kasvoi 69 % 2,45 miljoonaan euroon ja oikaistu liikevoittomarginaali oli siten 6,3 %.

Markkinatilanne oli kaupan alalla vuonna 2012 kohtuullisen hyvä ja investoinnit kasvussa, mikä tuki Solteqin kasvua. Hyvän volyymikehityksen lisäksi kannattavuutta tukivat kustannusrakenteen joustavuuden paraneminen, mikä vähensi projektien ajoituksiin, resursointiin ja kysynnän muutoksiin liittyvää tulosvaihtelua.

Sekä Päivittäis- ja erikoistavarakauppa, HoReCan että Tukkukauppa, Logistiikka ja Palvelut -segmentin liikevaihto ja liikevoitto kasvoivat yritystason myötä selvästi. Myös orgaaninen kasvu oli näissä segmenteissä vahvaa ja kertaeristä oikaistu kannattavuus hyvällä tasolla.

Palvelujen toiminnanohjaus -segmentin liikevaihto laski sen sijaan selvästi ja liikevoitto oli 0,3 miljoonaa euroa negatiivinen.

Vuoden 2013 tulosta heikensivät ison projektin riskien osittainen toteutuminen

Solteqin liikevaihto oli vuonna 2013 38,1 miljoonaa euroa, missä oli laskua 2,3 % vertailukaudesta. Orgaaninen liikevaihdon kasvu oli raportoitua hieman heikompaa, sillä vertailukauden lukuun ei sisällynyt vuonna 2012 konserniin liitetyn Aldata Solution Finland Oy:n tammi-helmikuun liikevaihto. Kertaeristä oikaistu liikevoitto laski 13 % 2,1 miljoonaan euroon ja liikevoittomarginaali oli siten 5,6 %.

Markkinatilanne oli kaupan alalla vuonna 2013 melko haastava, mutta pääsyy heikkoon kehitykseen oli yksittäiseen Tukkukauppa, Logistiikka ja Palvelut -segmentin isoon asiakashankkeeseen liittyvien taloudellisten riskien osittainen toteutuminen. Tukkukauppa, Logistiikka ja Palvelut -segmentin raportoitu liikevaihto ja liikevoitto laskivat noin 11 % ja 87 % vertailukaudesta.

Päivittäis- ja erikoistavarakauppa, HoReCa ja Palveluiden toiminnanohjaus -segmenttien liikevaihto ja kannattavuus kehittyivät sen sijaan vuonna 2013 positiivisesti. Päivittäis- ja erikoistavarakauppa, HoReCan liikevaihto kasvoi 6 % 18 miljoonaan euroon ja liikevoitto kasvoi 57 % 1,1 miljoonaan euroon. Segmentin kannattavuutta nosti erityisesti Aldata-yritystason myötä tulleen liikevaihdon korkeampi kannattavuus ja synergiat.

Palvelujen toiminnanohjaus -segmentin liikevaihto kasvoi 2 % 5,2 miljoonaan euroon ja liikevoitto nousi -0,3 miljoonasta eurosta 0,7 miljoonaan euroon. Segmentin erinomaisen kannattavuuskehityksen taustalla on vahvoja tuotekehityspanostuksia vaatineiden uusien ohjelmistotuotteiden hyvä menestys ja vuonna 2012 toteutetut organisaatiomuutokset. Myös segmenttiin kuuluva liiketoimintakriittisten tietojen hallintaan keskittyvä Masterdata-yksikkö teki historiansa parhaan tuloksen.

Vuoden 2014 tulosta kasvatti onnistuneet projektit

Solteqin liikevaihto oli vuonna 2014 40,9 miljoonaa euroa, missä oli kasvua 7,4 % vertailukaudesta. Kasvu oli kokonaisuudessaan orgaanista ja sitä nosti eritoten yksi jakson loppupuolelle ajoittunut suuri projektitoimitus. Liikevoitto nousi 13 % 3,8 miljoonaan euroon ja liikevoittomarginaali oli 6,3 %.

Markkinatilanne oli kaupan alalla vuonna 2014 melko haastava, mutta Solteq toimitti vuoden aikana useita isoja projekteja onnistuneesti loppuun ja Tukkukauppa, Logistiikka ja Palvelut -segmentin isoon asiakashankkeeseen liittyvät taloudelliset riskit eivät enää rasittaneet tulosta. Tukkukauppa, Logistiikka ja Palvelut -segmentin raportoitu liikevaihto kasvoi noin 3 %, mutta liikevoitto tuplaantui vertailukaudesta.

Päivittäis- ja erikoistavarakauppa, HoReCa ja Palveluiden toiminnanohjaus -segmenttien liikevaihto ja kannattavuus kehittyivät myös vuonna 2014 positiivisesti. Päivittäis- ja erikoistavarakauppa, HoReCan liikevaihto kasvoi 14 % 20,5 miljoonaan euroon ja liikevoitto kasvoi hieman vajaa 10 % 1,2 miljoonaan euroon.

Palvelujen toiminnanohjaus -segmentin liikevaihto laski 4 % noin 5 miljoonaan euroon, mutta liikevoitto säilyi ennallaan 0,7 miljoonassa eurossa.

Tase ja rahoitusasema

Taserakenne

Solteqin liiketoiminta ei sido merkittäviä pääomia, mikä mahdollistaa periaatteessa kevyen taserakenteen. Yhtiön taseen suurin erä on yrityskaupoissa syntynyt 35,2 miljoonan euron suuruinen liikearvo, jonka osuus taseen loppusummasta on noin 60 %. Yhtiö ei ole viime vuosina aktivoinut tuotekehitysmenoja taseeseen ja näin ollen aktivoitujen tuotekehitysmenojen osuus taseesta on supistunut hyvin pieneksi.

Yhtiön nettokäyttöpääoma on ollut pitkään negatiivinen, sillä yhtiön osto- ja siirtovelat ylittivät selvästi myyntisaamiset. Myyntisaamista on tullut Solteqille historiallisesti hyvin vähän luottotappioita.

Solteqin tase on omavaraisuusasteella mitattuna tällä hetkellä suhteellisen heikko ja nettovelkaisuusaste on noussut suhteellisen korkeaksi. Heikentynyttä tasetta selittää pääosin velkarahoituksella maksettu Descom-yrityskauppa. Q3'2015 lopussa Solteqin omavaraisuusaste oli 27,1 % (2014: 48 %) ja nettovelkaantumisaste 165,4 % (2014: 16,3 %). Yhtiön rahavarat olivat Q3'2015 lopussa 3,3 miljoonaa euroa ja rahoitusvelat 27,5 miljoonaa euroa.

Solteqin rahoitusveloista 27 miljoonaa euroa koostuu kesällä liikkeelle lasketusta vakuudettomasta 5-vuotisesta jvk-lainasta, jonka pääomalle maksetaan vuosittain 6 %:n

korkoa. Lainaan liittyvät varojen jakoa ja uuden velan ottamista koskevat kovenantit ovat: 1) omavaraisuusasteen tulee ylittää 27,5 %, 3) korkokate (käyttökate/ nettokorkokulut) tulee ylittää suhdeluvun 3:1 ja 4) nettovelka/käyttökate ei saa ylittää suhdelukua 3,5:1. Arviomme, että jos suhdelukujen tarkastelu tehdään ensi vuoden kesällä, tulee Solteq todennäköisesti täyttämään kaikki yllä mainitut ehdot. Odotamme lisäksi, että mahdollisesti toteutuva Palvelujen toiminnanohjaus - liiketoimintojen myynti tulee parantamaan Solteqin taseasemaa.

Liikearvo

Solteqilla oli vuoden 2013 lopun taseen mukaan liikearvoa 12,7 miljoonaa euroa, mistä noin puolet syntyi vuonna 2012 tehdystä Aldata Finland Solutions Oy:n yritystostosta. Q3'15 lopulla liikearvon määrä oli kasvanut 35,2 miljoonaan euroon kesällä tehdyn Descom-yritystoston myötä. Yhtiön oma pääoma oli Q3'2015 lopussa 15,6 miljoonaa euroa, eli noin 44 % liikearvosta.

Emme pidä Solteqin liikearvoon liittyviä riskejä tällä hetkellä merkittävänä, sillä arvonalentumistestauksissa tehdyt herkkyyssanalyytit osoittavat merkittävää puskuria liikearvojen ja kirjanpitoarvojen välillä ja yhtiön liiketoiminta on kaikilta osin kannattavaa.

Kulurakenne

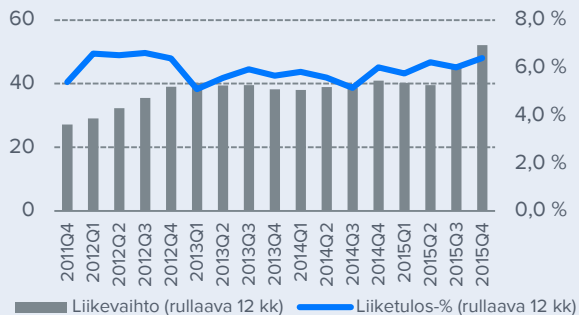
Solteqin kuluista valtaosa, hieman alle 50 % liikevaihdosta on henkilöstökuluja. Toiseksi merkittävin kuluerä, hieman yli 25 % liikevaihdosta, on materiaalit ja palvelut, joka sisältää mm. asiakkaille toimitetut laitteet ja alihankinnan. Muun muassa vuokrat, ulkopuoliset palvelut ja matkakulut sisältävä liiketoiminnan muut kulut rivi on noin 15-17 % liikevaihdosta ja poistot noin 3 %.

Yhtiö ei ole viime vuosina aktivoinut tuotekehitysmenoja taseeseen, joten niiden liittyvien poistojen määrä on nykyisellään melko pieni. Solteqin tuotekehitysmenot olivat vuonna 2014 noin miljoonaa euroa, eli 2,4 % liikevaihdosta. Tuotekehitysmenot kohdistuivat lähes kokonaan henkilöstökuluihin.

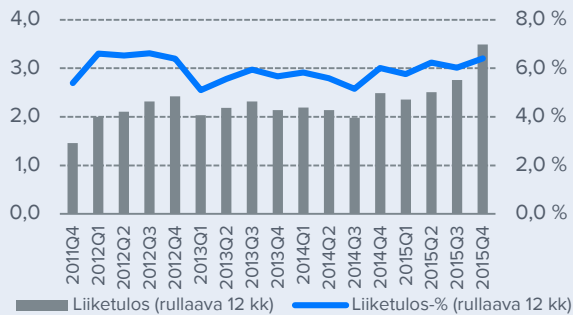
Pidämme yhtiön kulurakennetta suhteellisen kiinteänä 6-12 kk:n aikajänteellä katsottuna, sillä se sisältää hyvin vähän muuttuvia eriä ja yhtiö käyttää palveluiden tuottamiseen pääosin omaa henkilöstöä. Toisaalta toistuvien ja jatkuvien tuottojen osuus yhtiön liikevaihdosta on varsin merkittävä, mikä pienentää selvästi kiinteään kulurakenteeseen liittyviä riskejä.

Taloudellinen kehitys

Liikevaihto ja EBIT-% (rullaava 12kk)

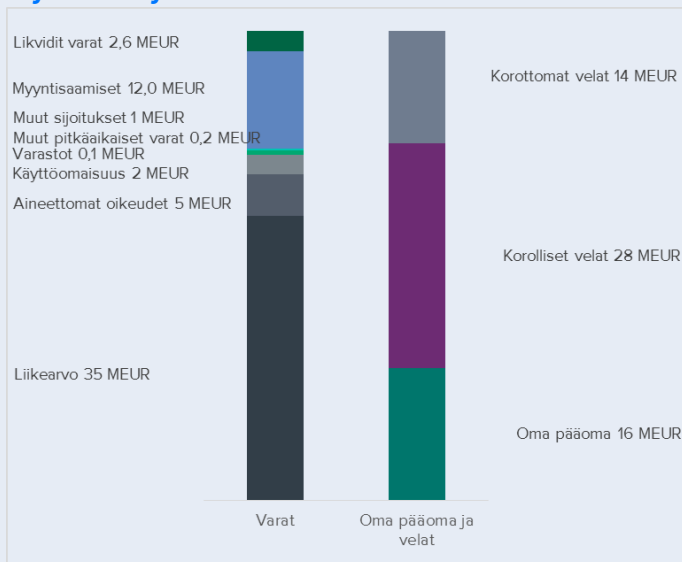


Liikevoitto ja EBIT-% (rullaava 12kk)



Lähde: Inderes

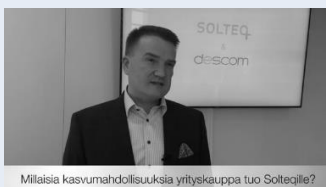
Lyhennetty tase



Lähde: Inderes

Viimeisimmät johdon videohaastattelut (pörssikanava.fi)

Q3'15 tulos 30.10.2015



Q2'15 tulos 17.7.2015



Q1'15 tulos 24.4.2015



Lähde: Inderes

Ennusteet ja arvostus

Arvioimme Solteqin kasvun ja kannattavuuskehityksen olevan vaisusta markkinatilanteesta huolimatta suhteellisen vahvaa lähivuosina. Kasvun ajurina toimii kesällä tehty Descom-yritysosto, jonka integraatiosta Solteqiin on odotettavissa merkittävät kulusynergiat ja vahvistuvaa myyntipotentiaalia. Pidämme Solteqin arvostustasoa tulokasvuodotuksiin nähden houkuttelevana. Vuosien 2015 ja 2016 P/E-luvut ovat 14x ja 9x, sekä vastaavat EV/EBITDA-luvut 11x ja 6x. Vuoden 2016 arvostuskertoimet ovat selvästi alle Pohjoismaisen vertailuryhmän, mikä ei mielestämme ole perusteltua.

Ennusteet

Vuosi 2015: Tuloskehitys jää heikoksi yrityskauppakulujen vuoksi

Solteq ohjeistaa vuoden 2015 liikevoiton, ennen kertaluonteisia, hankinnasta ja integraatiosta aiheutuvia kuluja, kasvavan vuoden 2014 tasosta. Vuonna 2014 Solteqin liikevoitto oli 2,5 miljoonaa euroa.

Q1-Q3'15 jaksolla Solteqin liikevaihto kasvoi vertailukauteen verrattuna 18 % 33,9 miljoonaan euroon (Q1-Q3'14: 28,7 MEUR), mutta liikevoitto laski samanaikaisesti 33 % 1,1 miljoonaan euroon (Q1-Q3'14: 1,6 MEUR). Merkittävien vaihtelujen taustalla vaikuttaa 2.7.2015 Solteqiin konsolidoidun Descomin tuoma lisäys liikevaihtoon ja yritysoston hankintakuluihin ja integraation liittyneet yhteensä 0,8 miljoonan euron negatiiviset kertaerät.

Ennustamme yhtiön liikevaihdon kasvavan kuluvana vuonna 27 % 52,2 miljoonaan euroon. Kasvua ajaa täysin Descom-yritysosto, sillä odotamme Solteqin muiden segmenttien liikevaihdon laskevan selvästi viime vuodesta alkuvuoden heikon kehityksen ja vertailukauden suhteellisen vahvan neljänneksen myötä.

Odotamme Solteqin kertaeristä oikaistun liikevoiton kasvavan kuluvana vuonna 3,5 miljoonaan euroon, eli noin 40 % vertailukaudesta. Raportoitu liikevoitto laskee kuitenkin kertaerien vuoksi 2,4 miljoonaa euroon vertailukauden 2,5 miljoonasta eurosta.

Raportoidun osakekohtaisen tuloksen ennustemme on 0,07 euroa vuodelle 2015 (2014: 0,13 EUR). Kertaeristä oikaistu osakekohtainen tulos on ennustemme mukaan 0,14 euroa. Arvioimme yhtiön laskevan jyrkästi nousseen velkaisuusasteen ja negatiivisten kertaerien takia osinkoa 0,01 euroon osakkeelta (2014: 0,03 euroa). Solteqin hallituksella on yhtiökokoukselta saatu valtuus jakaa enintään 0,05 euron osakekohtainen lisäosinko tilikaudelta 2014, mutta emme odota hallituksen käyttävän tätä valtuutta.

Vuosi 2016: Yritysosto, kulusynergiat ja lievä orgaaninen kasvu kirittävät tulosta

Descom-yrityskauppa tuo väistämättä selvää kasvua Solteqin liikevaihtoon myös ensi vuonna, mutta odotamme myös Solteqin muiden osien liikevaihdon kääntyvän jälleen lieväan kasvuun ensi vuoden aikana. Ennustamme vuoden 2016-liikevaihdon kasvavan 33 % 69,3 miljoonaan euroon. Suurin osa kasvusta selittyy Descom-yritysostolla, jonka osuus ennustamastamme liikevaihdon kasvusta on yli 90 %.

Yritysoston kulusynergioiden ja lievän volyymikasvun myötä odotamme Solteqin kannattavuuteen vuonna 2016 merkittävää kasvua. Lisäksi kannattavuutta nostaa kertaerien pienentyminen, sillä Solteqin mukaan integraatiosta ja hankinnasta ei pitäisi syntyä ylimääräisiä kuluja enää ensi vuodelle. Solteqin käyttökate kasvaa vuoden 2016 ennusteellamme 8,3 miljoonaan euroon eli 12 %:iin liikevaihdesta. Vastaavat liikevoittoennusteet ovat 6,1 miljoonaa euroa ja 8,7 %. Emme odota yhteensä noin 2 miljoonaan euroon nousevien kulusynergioiden toteutuvan vielä täysimääräisesti ensi vuonna, sillä Solteq pääsee yhdistämään osan toimitiloistaan vasta vuoden puolivälissä.

Vuoden 2016 osakekohtainen tulos nousee ennusteessamme 0,21 euroon. Odotamme merkittävästä tulokasvusta ja vahvistuvasta taseesta huolimatta vuoden 2016 osingon kasvavan kuitenkin vain kolmella sentillä 0,04 euroon osakkeelta.

Vuosi 2017-: Kasvun ja kannattavuuden positiivinen kehitys jatkuu

Ennustamme Solteqin pystyvän kasvamaan vahvistuneen kilpailukyvyn ja tuotetarjooman avulla keskipitkällä aikavälillä hieman yleistä markkinakasvua nopeammin. Odotamme liikevaihdon kasvun olevan vuodesta 2017 lähtien noin 3-4 %:n tasolla. Yhtiön liikevaihtoa tukee Suomen nykyisestä heikosta talousympäristöstä huolimatta se, että yhtiön tarjooma on keskittynyt markkinoiden vahvimmin kasvaviin segmentteihin sekä asiakkaiden ydinjärjestelmiin, joiden kehitystä ja ylläpitoa jatketaan myös matalasuhdanteiden aikana. Yhtiön liikevaihdesta merkittävä osa on jatkuvia palveluita.

Kannattavuuden osalta odotamme yhtiön pystyvän maltilliseen käyttökatte- ja liikevoittomarginaalin nostoon.

Arvioimme että Solteqilla on kasvun myötä mahdollisuus muuttaa kustannusrakennettaan hieman joustavammaksi ja vähentää selvästi kiinteiden kulujen suhteellista osuutta liikevaihdosta.

Arvioimme Solteqin käyttökatemarginaalin vakiintuvan vuoden 2017 jälkeen noin 13 %:iin ja liikevoittomarginaalin noin 10 %:iin. Keskipitkällä aikavälillä liikevoittomarginaaleja

nostaa mallissamme hiukan Aldata-yritysostoon liittyvien aineettomien hyödykkeiden ja aiempina vuosina aktivoitujen tuotekehitysmenojen poistojen päätyminen vuoden 2018 tienoilla.

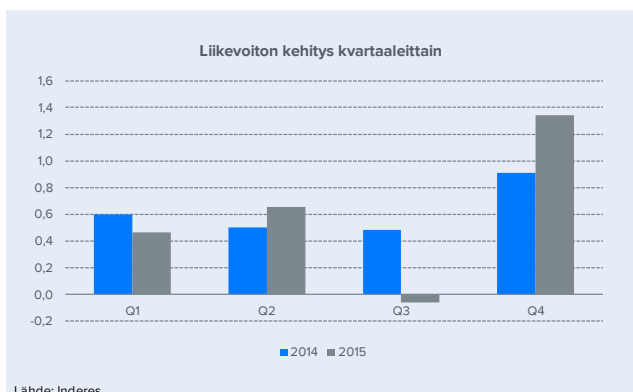
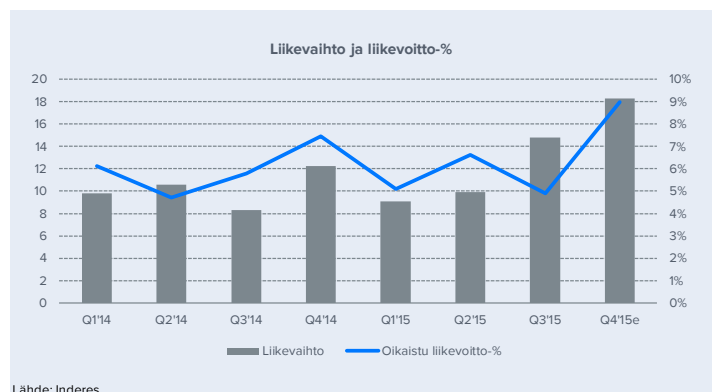
Oletamme mallissamme pitkän aikavälin kasvuvauhdin olevan noin 2-% ja liikevoittomarginaalin 9 %.

Tuloskehitys ja ennusteet 2012-2017e

Tuloskehitys kvartaalitasolla	2012	2013	Q1'14	Q2'14	Q3'14	Q4'14	2014	Q1'15	Q2'15	Q3'15	Q4'15e	2015e	2016e	2017e
Liikevaihto	39,0	38,2	9,8	10,6	8,3	12,2	40,9	9,1	9,9	14,8	18,3	52,1	69,3	71,6
<i>Päivittäis- ja erikoistavarakauppa, HoReCa</i>	<i>17,0</i>	<i>18,0</i>	<i>5,1</i>	<i>5,4</i>	<i>4,5</i>	<i>5,5</i>	<i>20,5</i>	<i>4,7</i>	<i>5,0</i>	<i>4,0</i>	<i>5,3</i>	<i>19,0</i>	<i>19,4</i>	<i>19,8</i>
<i>Tukkukauppa, Logistiikka ja Palvelut</i>	<i>16,9</i>	<i>15,0</i>	<i>3,4</i>	<i>3,7</i>	<i>2,7</i>	<i>5,6</i>	<i>15,4</i>	<i>3,3</i>	<i>3,2</i>	<i>2,5</i>	<i>3,6</i>	<i>12,6</i>	<i>12,9</i>	<i>13,2</i>
<i>Palveluiden toiminnanohjaus</i>	<i>5,1</i>	<i>5,2</i>	<i>1,3</i>	<i>1,5</i>	<i>1,1</i>	<i>1,1</i>	<i>5,0</i>	<i>1,1</i>	<i>1,6</i>	<i>0,9</i>	<i>1,4</i>	<i>5,0</i>	<i>5,3</i>	<i>5,4</i>
<i>Descom</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>7,5</i>	<i>8,0</i>	<i>15,5</i>	<i>31,7</i>	<i>33,2</i>
Käyttökate	3,8	3,4	0,9	0,8	0,8	1,3	3,8	0,8	1,0	0,5	1,9	4,2	8,3	9,3
<i>Poistot ja arvonalennukset</i>	<i>-1,1</i>	<i>-1,2</i>	<i>-0,3</i>	<i>-0,3</i>	<i>-0,3</i>	<i>-0,3</i>	<i>-1,3</i>	<i>-0,3</i>	<i>-0,3</i>	<i>-0,6</i>	<i>-0,6</i>	<i>-1,8</i>	<i>-2,2</i>	<i>-1,2</i>
Liikevoitto ilman kertaerä	2,4	2,1	0,6	0,5	0,5	0,9	2,5	0,5	0,7	0,7	1,6	3,5	6,1	6,8
Liikevoitto	2,7	2,1	0,6	0,5	0,5	0,9	2,5	0,5	0,7	-0,1	1,3	2,4	6,1	6,8
<i>Group</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>-0,8</i>	<i>-0,3</i>	<i>-1,1</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>
<i>Päivittäis- ja erikoistavarakauppa, HoReCa</i>	<i>0,7</i>	<i>1,1</i>	<i>0,3</i>	<i>0,1</i>	<i>0,3</i>	<i>0,5</i>	<i>1,2</i>	<i>0,2</i>	<i>0,2</i>	<i>0,1</i>	<i>0,4</i>	<i>0,9</i>	<i>1,4</i>	<i>1,5</i>
<i>Tukkukauppa, Logistiikka ja Palvelut</i>	<i>2,3</i>	<i>0,3</i>	<i>0,1</i>	<i>0,0</i>	<i>0,1</i>	<i>0,4</i>	<i>0,6</i>	<i>0,3</i>	<i>0,2</i>	<i>0,2</i>	<i>0,3</i>	<i>1,0</i>	<i>1,0</i>	<i>1,2</i>
<i>Palveluiden toiminnanohjaus</i>	<i>-0,3</i>	<i>0,7</i>	<i>0,2</i>	<i>0,4</i>	<i>0,1</i>	<i>0,0</i>	<i>0,7</i>	<i>0,0</i>	<i>0,2</i>	<i>0,0</i>	<i>0,3</i>	<i>0,5</i>	<i>0,6</i>	<i>0,6</i>
<i>Descom</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>0,4</i>	<i>0,7</i>	<i>1,1</i>	<i>3,1</i>	<i>3,4</i>
<i>Nettorahoituskulut</i>	<i>-0,3</i>	<i>-0,2</i>	<i>-0,1</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>-0,2</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>-0,5</i>	<i>-0,4</i>	<i>-0,9</i>	<i>-1,6</i>	<i>-1,6</i>
Tulos ennen veroja	2,39	1,9	0,5	0,5	0,4	0,9	2,3	0,4	0,6	-0,5	0,9	1,5	4,4	5,1
<i>Verot</i>	<i>-0,7</i>	<i>-0,3</i>	<i>-0,1</i>	<i>-0,1</i>	<i>-0,1</i>	<i>-0,1</i>	<i>-0,4</i>	<i>-0,1</i>	<i>-0,1</i>	<i>0,1</i>	<i>-0,2</i>	<i>-0,3</i>	<i>-0,9</i>	<i>-1,0</i>
<i>Vähemmistöosuudet</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>
Nettotulos	1,74	1,6	0,4	0,4	0,4	0,7	1,9	0,3	0,5	-0,4	0,7	1,2	3,5	4,1
EPS (oikaistu)	0,10	0,11	0,03	0,03	0,02	0,05	0,13	0,02	0,03	0,02	0,06	0,13	0,21	0,24

Tunnusluvut	2012	2013	Q1'14	Q2'14	Q3'14	Q4'14	2014	Q1'15	Q2'15	Q3'15	Q4'15e	2015e	2016e	2017e
<i>Liikevaihdon kasvu-%</i>	<i>43,7 %</i>	<i>-2,1 %</i>	<i>-2,0 %</i>	<i>9,3 %</i>	<i>-3,3 %</i>	<i>23,4 %</i>	<i>7,2 %</i>	<i>-7,1 %</i>	<i>-6,7 %</i>	<i>78,1 %</i>	<i>49,8 %</i>	<i>27,3 %</i>	<i>33,0 %</i>	<i>3,3 %</i>
<i>Oikaistun liikevoiton kasvu-%</i>		<i>-11,7 %</i>	<i>9,3 %</i>	<i>-9,3 %</i>	<i>-25,3 %</i>	<i>129,7 %</i>	<i>16,4 %</i>	<i>-22,7 %</i>	<i>31,0 %</i>	<i>51,4 %</i>	<i>80,6 %</i>	<i>40,1 %</i>	<i>73,7 %</i>	<i>11,6 %</i>
<i>Käyttökate-%</i>	<i>9,8 %</i>	<i>8,8 %</i>	<i>9,4 %</i>	<i>7,8 %</i>	<i>9,8 %</i>	<i>10,3 %</i>	<i>9,3 %</i>	<i>8,8 %</i>	<i>9,9 %</i>	<i>3,4 %</i>	<i>10,4 %</i>	<i>8,0 %</i>	<i>12,0 %</i>	<i>13,0 %</i>
<i>Oikaistu liikevoitto-%</i>	<i>6,2 %</i>	<i>5,6 %</i>	<i>6,1 %</i>	<i>4,7 %</i>	<i>5,8 %</i>	<i>7,4 %</i>	<i>6,1 %</i>	<i>5,1 %</i>	<i>6,6 %</i>	<i>4,9 %</i>	<i>9,0 %</i>	<i>6,7 %</i>	<i>8,7 %</i>	<i>9,4 %</i>
<i>Nettotulos-%</i>	<i>4,5 %</i>	<i>4,1 %</i>	<i>4,3 %</i>	<i>3,6 %</i>	<i>4,2 %</i>	<i>6,0 %</i>	<i>4,6 %</i>	<i>3,8 %</i>	<i>5,4 %</i>	<i>-3,0 %</i>	<i>4,1 %</i>	<i>2,3 %</i>	<i>5,1 %</i>	<i>5,7 %</i>

Lähde: Inderes



Lähde: Inderes

Osakkeen arvostus

Orgaaninen kasvu ja yrityskaupan synergioiden varmistaminen keskiössä

Solteqin osakkeen arvonmuodostus tulee näkemyksemme mukaan perustumaan lähivuosina erityisesti yhtiön onnistumiseen yrityskaupan synergioiden hyödyntämisessä. Lisäksi osakkeen arvostuskertoimissa on ennustamamme tuloskehityksen valossa selvää nousuvaraa, sillä ennusteissamme arvostuskertoimet painuvat lähivuosille hyvin matalalle tasolle. Pienenä optiona osakkeessa on vielä yhtiön omiin ohjelmistotuotteisiin perustuvan liiketoiminnan myynti (Palvelujen toiminnanohjaus), josta voi potentiaalisesti saada selvästi palveluliiketoimintoja korkeammat arvostuskertoimet. Emme kuitenkaan anna tälle optiolle suurta painoa, sillä Palvelujen toiminnanohjaus -segmentin kasvu- ja tuloskehitys on ollut viime aikoina odotuksiamme selvästi vaisumpaa.

Käyttökateen kasvu ja käyttökate-% ovat yksi keskeisiä seuraamiamme mittareita Solteqissa tulevina vuosina, sillä niiden kasvu mahdollistaisi osakkeelle selvästi korkeammat arvostuskertoimet ja toisaalta on edellytyksenä sille, että yhtiö selviyty korkealle nousseen velan velvoitteista ja pystyy tekemään uusia täydentäviä yritysostoja.

Solteqin osakkeen riskiprofiilia nostaa yhtiön suhteellisen pieneen kokoon, yrityskauppoihin ja kansainvälistymiseen liittyvät riskit. Lisäksi osakkeen likviditeetti on ollut keskittyneestä omistusrakenteesta johtuen heikko.

Arvostuskertoimet

Solteqia on viime vuosina hinnoiteltu melko matalilla arvostuskertoimilla johtuen yhtiön hitaasta kasvusta ja Suomen kaupan alan heikoista näkymistä. Alkuvuoden lievän tulospettymyksen ja Descom-yrityskaupan jälkeen arvostus on kuitenkin hiukan elpynyt. Nykyinen matala arvostustaso tarjoaa mielestämme selvää nousuvaraa arvostuskertoimien kohoamisen muodossa, varsinkin jos yhtiö osoittaa pystyvän kohtuulliseen ja kannattavaan orgaaniseen kasvuun ja toteuttamaan kulusynergiait täysimääräisinä.

Ensisijaisesti käyttämämme arvostuskertoimet Solteqille ovat EV/EBITDA ja P/E. P/B-luvun informaatioarvo on heikko johtuen palveluihin perustuvasta liiketoimintamallista. Osinkotuotto-% ei anna tukea Solteqin hinnoittelulle myöskään, sillä yhtiön strategian nykyisessä vaiheessa arvonluonti perustuu osinkojen sijaan kasvuun.

Ennusteillamme Solteqin tämän ja ensi vuoden P/E-luvut ovat 13x ja 9x, mikä on matala arvostustaso yhtiön tuloksen kasvunopeus huomioiden. Sijoittajan on hyvä huomata, että osakkeen P/E-luvun kehitys on hyvin herkkä muutoksille kannattavuudessa yhtiön korkeasta velkaisuusasteesta johtuen. Osakkeelle pitää siksi hyväksyä lievästi matalampi P/E-taso verrokkeihin nähden.

Solteqin toinen keskeinen hinnoittelumittari EV/EBITDA on ensi vuoden ennusteidemme pohjalta katsottuna listatulle IT-palveluyhtiölle normaalisti hyväksyttyä tasoa merkittävästi matalampi. Tämän ja ensi vuoden ennusteillamme kertoimet ovat 11x ja 5x. Tämän vuoden kerrointa nostaa selvästi se, että Descom konsolidoitiin Solteqiin vasta 2.7.2015 alkaen ja yritysoston hankinnasta ja integraatiosta syntyy kuluvalle vuodelle merkittävät kertaluonteiset kulut.

Solteq arvostuskertoimet

Arvostustaso	2014	2015e	2016e
Osakekurssi	1,33	1,84	1,84
Markkina-arvo	19	31	31
Yritysarvo (EV)	21	56	51
P/E (oik.)	9,9	13,4	8,8
P/Kassavirta	7,7	-1,2	4,3
P/B	1,6	1,9	1,6
P/S	0,5	0,6	0,4
EV/Liikevaihto	0,5	1,1	0,7
EV/EBITDA	5,4	10,6	6,1
EV/EBIT	8,3	15,9	8,3
Osinko/tulos (%)	22 %	14 %	19 %
Osinkotuotto-%	2,3 %	0,5 %	2,2 %

Lähde: Inderes,

Arvostuskertoimien herkkyyks

Havainnollistamme ohessa Solteqin osakkeen herkkyyttä yhtiön kannattavuustasolle sekä arvostuskertoimelle (P/E), jolla markkinan voidaan ajatella osaketta hinnoittelevan. Yhtiön EBITDA-% (2016e) kannattavuuden vaihdellessa 8 % ja 13 % välillä, liikkuu osakekohtainen tulos arviomme mukaan 0,08-0,24 euron välillä. Lisäksi teemme oletuksen, että markkina hinnoittelee osaketta 9x ja 15x välillä olevalla P/E-luvulla.

Mikäli yhtiö yltäisi 13 % tasolla olevaan kannattavuuteen ja markkina olisi valmis maksamaan osakkeesta 15x P/E-luvun, nousisi osakekurssi 3,6 euron tasolle. Vastaavasti mikäli yhtiön kannattavuus jäisi 8 %:n tasolle ja hyväksyttävä P/E painuisi alle 10:n, painuisi osakekurssi 0,7 euroon. Esimerkki havainnollistaa Solteqin osakkeen voimakasta herkkyyttä yhtiön kannattavuuden heilahteluille sekä muutoksille markkinan hyväksymässä arvostustasossa.

Osakkeen herkkyyks kannattavuudelle ja P/E-kertoimelle

EBITDA-%	8 %	9 %	10 %	11 %	12 %	13 %	
(EPS EBITDA-%:lla)	0,078	0,111	0,144	0,176	0,209	0,242	
P/E	9	0,7	1,0	1,3	1,6	1,9	2,2
	10	0,8	1,1	1,4	1,8	2,1	2,4
	11	0,9	1,2	1,6	1,9	2,3	2,7
	12	0,9	1,3	1,7	2,1	2,5	2,9
	13	1,0	1,4	1,9	2,3	2,7	3,1
	14	1,1	1,6	2,0	2,5	2,9	3,4
	15	1,2	1,7	2,2	2,6	3,1	3,6

Lähde: Inderes

Vertailuryhmä

Solteq tulisi näkemyksemme mukaan asemoida ensisijaisesti kasvavana IT-palveluyhtiönä, jolla on kuitenkin suhteellisen korkea riippuvuus Suomen talouden kehityksestä. Yhtiötä ei mielestämme voi enää juurikaan verrata ohjelmistoyhtiöihin, sillä yhtiön omien ohjelmistotuotteiden osuus liikevaihdosta on painunut pieneksi.

Vertailuryhmämme koostuu Pohjoismaisista IT-palveluyhtiöistä, joista osalla on myös omaa ohjelmistoliiketoimintaa. Huomautamme koko sektorin arvostustason olevan verrattain maltillinen tällä hetkellä. Solteqia hinnoitellaan tällä hetkellä selvästi alle vertailuryhmän P/E ja EV/EBITDA-luvuilla ennusteidemme perusteella. Solteqin arvostuseroa selittää jossain määrin yhtiön historiallisesti heikko kasvunopeus sekä vielä alkuvaiheessa oleva Descom-yrityskaupan integraatio. Lisäksi Solteqin osakkeen heikon likviditeetin kautta voidaan perustella pientä alennusta. Solteqin selvästi parantunut kasvu- ja kannattavuuspotentiaali huomioiden pidämme arvostuseroa kuitenkin kohtuuttoman suurena.

Verrokkiryhmän arvostuskertoimet

Yhtiö	Markkina-arvo	EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E	
	MEUR	2015e	2016e	2015e	2016e	2015e	2016e
Atea	869	10,2	8,6	0,4	0,3	20,4	14,5
Enea	169	11,8	11,5	3,0	2,8	18,9	17,8
Tieto	1766	9,7	8,6	1,3	1,2	15,8	14,6
Acando	154					11,1	9,0
Know IT	112	7,6	6,4	0,6	0,6	11,6	7,8
Innofactor	26	9,4	7,3	0,8	0,8	14,7	11,6
Hiq	278	12,8	11,4	1,6	1,5	18,1	16,3
Addnode	186	9,5	6,9	0,9	0,7	17,3	12,7
Digia	156	16,1	13,8	1,6	1,5	26,9	22,4
Affecto	60	6,5	5,2	0,6	0,5	7,5	6,7
Silli Solutions	45	10,1	8,7	1,1	0,9	13,0	11,7
Solteq (Inderes)	31	10,7	6,1	1,1	0,7	13,8	8,9
Keskiarvo		10,4	8,8	1,2	1,1	15,9	13,2
Mediaani		9,9	8,6	1,0	0,9	15,8	12,7
Erotus-% vrt. mediaani		9 %	-29 %	12 %	-14 %	-13 %	-30 %

Lähde: Bloomberg / Inderes.

Lähde: Inderes, Bloomberg

Palvelujen toiminnanohjaus -segmentin arvostus

Solteq keskittyy strategiassaan yhä vahvemmin digitaalisen kaupankäynnin ja kaupan, logistiikan ja palveluiden ohjelmistoratkaisuihin. Tästä syystä pidämme todennäköisenä, että yhtiö irtautuu lähitulevaisuudessa muusta liiketoiminnasta prosesseillaan ja kohderyhmällään erottuvasta Palvelujen toiminnanohjaus -segmentin ohjelmistoliiketoiminnasta.

Vuoden 2016 ennusteellamme Palvelujen toiminnanohjaus -segmentin käyttökate on noin 0,8 miljoonaa euroa. Jos oletamme Palvelujen toiminnanohjaus -segmentille 8-12x EV/EBITDA-arvostuskertoimen saadaan tämän liiketoiminnan arvoksi noin 6-10 MEUR. Arvostuskertoimen haarukka heijastelee liiketoiminnan pientä kokoa, kapeaa

jakelukanavaa, heikkoa kasvua ja toisaalta vahvaa kannattavuutta ja voimakasta skaalautuvuutta.

Palvelujen toiminnanohjaus -segmenttiin sisältyy myös masterdatan hallintaan liittyvä liiketoiminta, jonka arviomme jäävän mahdollisen liiketoimintakaupan ulkopuolelle. Arvioimme mukaan tämän liiketoiminnan osuus on noin 10 % segmentin liikevaihdosta.

DCF-analyysi

DCF-mallimme arvo Solteqin osakkeelle on 2,36 euroa. Malli olettaa yhtiön yltävän vuosina 2015-2017 noin 3 %:n orgaaniseen kasvuun ja noin 4,7-9,4 %:n liikevoittomarginaaliin. Tämän jälkeen mallimme olettaa periodilla 2018-2023 kasvun tasaantuvan 3 %:n tuntumaan ja liikevoittomarginaalin 9 %:iin.

Ikuisuusoletuksen painoarvo DCF-arvonmäärittämisessä on melko suuri (noin 77 %) ja käyttämämme diskonttauskorko (WACC) on 10,2 %. Pidämme mallimme oletuksia kohtuullisina, mutta korostamme DCF-mallin suurta herkkyyttä erityisesti ikuisuusoletusten muutoksille.

Tuloslaskelma, tase ja DCF-malli

Tuloslaskelma

(MEUR)	2012	2013	2014	2015e	2016e	2017e
Liikevaihto	39	38	41	52	69	72
Kulut	-35	-35	-37	-48	-61	-62
EBITDA	3,8	3,4	3,8	4,2	8,3	9,3
Poistot	-1,1	-1,2	-1,3	-1,8	-2,2	-2,5
Liikevoitto	2,7	2,1	2,5	2,4	6,1	6,8
Liikevoiton kertaerät	0,3	0,0	0,0	-1,1	0,0	0,0
Liikevoitto ilman kertaeriä	2,4	2,1	2,5	3,5	6,1	6,8
Rahoituserät	-0,7	-1,3	-2,8	-4,2	-4,9	-4,9
Osuus osakkuusyritysten tuloksesta	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Voitto ennen veroja	2,4	1,9	2,3	1,5	4,4	5,1
Muut erät	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Verot	-0,7	-0,3	-0,4	-0,3	-0,9	-1,0
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettotulos	1,7	1,6	1,9	1,2	3,5	4,1
Nettotulos ilman kertaeriä	1,5	1,6	1,9	2,3	3,5	4,1
Satunnaiset erät	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Tilikauden tulos	1,7	1,6	1,9	1,2	3,5	4,1
Osakekohtainen tulos	0,12	0,11	0,13	0,07	0,21	0,24
Osakekohtainen tulos (oikaistu)	0,10	0,11	0,13	0,13	0,21	0,24

Tase

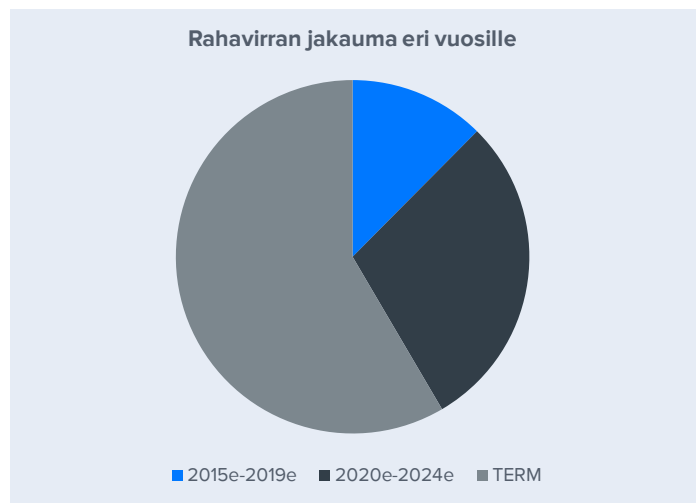
Vastaavaa (MEUR)	2012	2013	2014	2015e	2016e
Pysyvät vastaavat	18	18	17	44	43
Liikearvo	13	13	13	35	35
Aineettomat oikeudet	4	3	2	5	4
Käyttöomaisuus	1	1	2	2	3
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0	0	0	0	0
Muut sijoitukset	1	1	1	1	1
Muut pitkäaikaiset varat	0	0	0	0	0
Laskennalliset verosaamiset	0	0	0	0	0
Vaihtuvat vastaavat	9	8	8	15	22
Varastot	0	0	0	0	0
Muut lyhytaikaiset varat	0	0	0	0	0
Myyntisaamiset	8	5	5	12	15
Likvidit varat	1	2	3	3	8
Taseen loppusumma	27	25	25	58	65

Vastattavaa (MEUR)	2012	2013	2014	2015e	2016e
Oma pääoma	10	11	12	16	20
Osakepääoma	1	1	1	1	1
Kertyneet voittovarot	4	4	5	6	9
Omat osakkeet	-1	-1	-1	-1	-1
Uudelleenarvostusrahasto	0	0	0	0	0
Muu oma pääoma	6	6	6	10	10
Vähemmistöosuus	0	0	0	0	0
Pitkäaikaiset velat	6	4	3	29	28
Laskennalliset verovelat	1	1	1	1	1
Varaukset	0	0	0	0	0
Lainat rahoituslaitoksilta	5	4	3	28	27
Vaihtovelkakirjalainat	0	0	0	0	0
Muut pitkäaikaiset velat	0	0	0	0	0
Lyhytaikaiset velat	11	10	10	13	17
Lainat rahoituslaitoksilta	2	2	2	0	0
Lyhytaikaiset korottomat velat	10	8	8	13	17
Muut lyhytaikaiset velat	0	0	1	0	0
Taseen loppusumma	27	25	25	58	65

DCF-malli

Kassavirtalaskelma (MEUR)	2014	2015e	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	TERM
Liikevoitto	2,5	2,4	6,1	6,8	7,4	7,7	7,9	8,2	8,0	7,8	8,0	
+ Kokonaispoistot	1,3	1,8	2,2	2,5	2,0	1,9	2,0	2,3	2,0	1,8	1,9	
- Maksetut verot	-0,5	0,2	-0,9	-1,0	-1,2	-1,2	-1,3	-1,4	-1,3	-1,3	-1,3	
- verot rahoituskuluista	0,0	-0,2	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3	
+ 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	0,1	-2,1	1,7	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	
Operatiivinen kassavirta	3,4	2,2	8,8	8,0	8,0	8,2	8,5	8,9	8,4	8,2	8,3	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoninvestoinnit	-0,9	-28,1	-1,6	-1,8	-2,2	-2,1	-2,3	-2,5	-1,5	-2,0	-2,0	
Vapaa operatiivinen kassavirta	2,5	-26,0	7,2	6,2	5,9	6,1	6,2	6,4	6,9	6,1	6,3	
+/- Muut	0,0	-0,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	2,5	-26,6	7,2	6,2	5,9	6,1	6,2	6,4	6,9	6,1	6,3	78,6
Diskontattu vapaa kassavirta		-26,8	6,5	5,0	4,3	4,1	3,8	3,6	3,5	2,8	2,6	32,5
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta	42,4	68,6	62,1	57,1	52,8	48,7	44,9	41,3	37,9	35,1	32,5	
Velaton arvo DCF	42,4											
- Korolliset velat		-4,4										
+ Rahavarat		2,5										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		-0,4										
Oman pääoman arvo DCF	40,0											
Oman pääoman arvo DCF per osake	2,36											

Pääoman kustannus (WACC)	
Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	10,0 %
Vieraan pääoman kustannus	6,0 %
Yrityksen Beta	1,20
Markkinoiden riski-preemio	4,80 %
Likviditeettipreemio	2,00 %
Riskiton korko	3,0 %
Oman pääoman kustannus	10,8 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	10,2 %



Tiivistelmä

Tuloslaskelma	2012	2013	2014	2015e	2016e
Liikevaihto	39,0	38,2	40,9	52,1	69,3
EBITDA	3,8	3,4	3,8	4,2	8,3
EBITDA-marginaali (%)	9,8	8,8	9,3	8,0	12,0
EBIT	2,7	2,1	2,5	2,4	6,1
Voitto ennen veroja	2,4	1,9	2,3	1,5	4,4
Nettovoitto	1,7	1,6	1,9	1,2	3,5
Kertaluontoiset erät	0,3	0,0	0,0	-1,1	0,0

Tase	2012	2013	2014	2015e	2016e
Taseen loppusumma	27,1	25,4	25,0	58,2	65,1
Oma pääoma	10,1	10,8	11,7	16,4	19,7
Liikearvo	12,7	12,7	12,7	35,2	35,2
Korolliset velat	6,4	5,6	4,4	27,8	27,0

Kassavirta	2012	2013	2014	2015e	2016e
EBITDA	3,8	3,4	3,8	4,2	8,3
Nettokäyttöpääoman muutos	0,2	1,4	0,1	-2,1	1,7
Operatiivinen kassavirta	4,6	4,0	3,4	2,2	8,8
Vapaa kassavirta	-3,5	3,1	2,5	-26,6	7,2

Yhtiökuvaus
Solteq on Suomen johtava kaupan ja palvelualan ohjelmistopalveluyhtiö ja Pohjoismaiden johtava digitaalisten myynnin ja markkinointiratkaisujen tarjoaja.

Osakekohtaiset luvut	2012	2013	2014	2015e	2016e
EPS	0,12	0,11	0,13	0,07	0,21
EPS oikaistu	0,10	0,11	0,13	0,13	0,21
Operat. kassavirta per osake	0,33	0,28	0,24	0,13	0,52
Tasearvo per osake	0,71	0,76	0,83	0,97	1,17
Osinko per osake	0,06	0,06	0,03	0,01	0,04
Voitonjako, %	49	54	22	14	19
Osinkotuotto, %	5,0	4,1	2,3	0,5	2,2

Tunnusluvut	2012	2013	2014	2015e	2016e
P/E	9,8	13,2	9,9	26,3	8,8
P/B	1,7	1,9	1,6	1,9	1,6
P/Liikevaihto	0,4	0,5	0,5	0,6	0,4
P/CF	3,7	5,2	5,5	14,4	3,5
EV/Liikevaihto	0,6	0,6	0,5	1,1	0,7
EV/EBITDA	5,8	7,1	5,4	13,5	6,1
EV/EBIT	8,3	11,2	8,3	23,5	8,4

Suurimmat omistajat	%-osakkeista
Sentica Buyout III Ky	26,0 %
Keskinäinen Työeläkevakuutusyhtiö Elo	11,2 %
Profiz Business Solution Oyj	9,9 %
Saadetdin Ali	7,8 %
Keskinäinen Työeläkevakuutusyhtiö Varma	5,9 %

Suositteluhistoria, viimeiset 12 kuukautta

Päivämäärä	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
17.9.2014	Vähennä	1,50 €	1,48 €
20.10.2014	Vähennä	1,45 €	1,42 €
16.2.2015	Lisää	1,75 €	1,54 €
27.4.2015	Vähennä	1,75 €	1,73 €
20.7.2015	Osta	2,00 €	1,71 €
3.11.2015	Lisää	2,00 €	1,84 €
16.11.2015	Lisää	2,10 €	1,84 €

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 neuvonantajia. Asiakas vastaa sijoituspäätöksensä tekemisestä ja niiden taloudellisesta tuloksesta.

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

Inderes antaa seuraamilleen osakkeille tavoitehinnan. Inderesin käyttämä suositusmetodologia perustuu osakkeen tämänhetkisen hinnan ja kuuden 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 nousuvaraan 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:llä ei ole omistuksia 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 laskijan 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. Vuonna 2009 perustettu yhtiö on työntekijöiden omistama.

Inderes Oy

Itämerenkatu 5

00180 Helsinki

+358 10 219 4690

twitter.com/nderes

Palkittua analyysiä osoitteessa www.nderes.fi



2015

#1 ennustetarkkuus



2014

#1 ennustetarkkuus



2014

#1 suositustarkkuus



2012

#1 suositustarkkuus



2012

#2 suositustarkkuus



2008, 2010, 2012

#1 suositustarkkuus



**inde
res.**

**Palkittua
analyysiä.**