

Solteq

Laaja raportti

29.11.2024 8:10



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

✓ Inderes Yhtiöasiakas

inde
res.

Fokus tulokäänteen jatkumisessa

IT-palveluja ja toimialaratkaisuja tarjoavan Solteqin viime vuodet ovat olleet vuoristorataa. Joukkovelkakirjalainan uudelleenrahoitus tuli vaikeaan aikaan ja siten kalliiksi, minkä vuoksi tulokäänteen on jatkuttava lähivuosina korkojen kattamiseksi. Strategia on kuitenkin selkeä, pahimmat haasteet takanapäin ja tulokäänteen on edennyt kuluvana vuonna. Ennustamme tulokäänteen jatkuvan lähivuosina ja kattavan juuri rahoituskulut sekä antavan hyvät mahdollisuudet uudelleenrahoittaa laina selvästi paremmin ehdoin kahden vuoden päästä. Osakkeen arvostus kireä ja korkeampi hyväksyttävä taso vaatisi parempaa näkyvyyttä tulokäänteeseen. Toistamme osakkeen 0,60 euron tavoitehinnan ja vähennä-suosituksen.

Rakenne sekä strategia on selkeä ja matka jatkuu vahvemmin energia-alan tuotetaloiksi

Solteq on perimältään kaupan alan IT-palvelutarjoaja, joka on erikoistunut liiketoiminnan digitalisaatioon sekä toimialakohtaisiin ohjelmistoihin. Yhtiön palvelut kattavat pilvestä tarjottavien IT-ratkaisujen koko elinkaaren. Solteqin vahvuudet ovat kaupan alalla ja energia-alalla. Retail & Commerce vastaa noin 75 % ja Utilities 25 % liikevaihdosta. Solteq on viime vuosina jatkanut perustan kehittämistä vahvuksiensa ympärille ja haasteiden ratkomista Utilities-liiketoiminnassa. Nyt rakenne ja strategia ovat selkeitä ja tuotehaasteet alkavat olemaan takanapäin, mikä antaa paremman pohjan jatkaa kasvu- ja tulokäännettä.

Lyhyen aikavälin toimenpiteillä rakennetaan pohja pitkän aikavälin tavoitteiden saavuttamiseksi

Toiminnan fokus lyhyellä aikavälillä on 1) saada Retail & Commerce kasvamaan, mikä tukee sitten segmentin kannattavuustavoitteen saavuttamista, 2) viedä loppuun Utilities tuoteparannus ja aloittaa vahvempi myynti Suomessa, 3) saada Tanskan Utilities POC käännettyä asiakkaaksi ja lisää referenssejä Tanskasta ja 4) jatkaa POS-ratkaisujen erityisvaatimusten rakentamista, jotta sitä voidaan myydä Ruotsissa ja Tanskassa. Näiden toteutuessa yhtiön on taas realistisempaa tavoitella pidemmän aikavälin tavoitteitaan. Taloudelliset tavoitteet ovat Retail & Commercen kasvu $\geq 8\%$ ja EBIT-% $\geq 8\%$ sekä Utilitiesin osalta kasvu $\geq 15\%$ ja EBIT % $\geq 18\%$.

Ennustamme tulokäänteen jatkuvan myös lähivuosina, mitä nousevat rahoituskulut myös vaativat

Solteqin tulokäänteen on edennyt tämän vuoden ja sen on jatkuttava lähivuosina, jotta nousevat korkokustannukset saadaan katettua ja joukkovelkakirjalaina uudelleenrahoitettua kahden vuoden päästä suotuisammin ehdoin. Ennustamme nyt Solteqin liikevaihdon kasvavan orgaanisesti 0-4 % lähivuosina molempien segmenttien tukemana. Lisäksi odotamme liikevoitto-%:n paranevan asteittain ja nousevan 7 %:iin vuonna 2026. Kannattavuusparannusta ajaa pääosin Utilities-liiketoiminnan liikevaihtorakenteen muuttuminen kohti kannattavampaa jatkuvien tuottojen ohjelmistoliiketoimintaa. Kasvu- ja kannattavuusennusteet ovat kuitenkin alle yhtiön tavoitteiden ja samalla myös juuri riittävät kattamaan rahoituskustannukset. Yritysmyynti vahvistaisivat edelleen tasetta ja parantaisivat fokusta. Keskeisimmät riskit liittyvät velkaantuneisuuteen, molempien segmenttien kasvuun ja tulokäänteeseen sekä niiden ajoitukseen ja kulmakertoimeen.

Arvostus on kireä ja korkeampi hyväksyttävä taso vaatisi parempaa näkyvyyttä tulokäänteen jatkumiseen

Solteq on profiililtaan selkeä käännetyhtiö ja nykyhetkessä yhtiön arvonmäärittelyyn liittyy epävarmuutta. Absoluuttisesti ja suhteellisesti tulokertoimet ovat kireät tai niistä ei saada tukea, johtuen heikosta/negatiivisesta nettotuloksesta. Liikevaihtopohjaisesti kertoimet ovat varovaisen maltilliset, mutta orastava tulokäänteen ja rahoitusrakenne pitää meidät kuitenkin varovaisena. Lisäksi DCF ja osien summa menetelmät puoltavat varovaisuutta. Näkemyksemme mukaan osakkeen käyvän arvon haarukka on 0,5-0,7 euroa osakkeelta. Korkeamman arvostuksen hyväksyminen vaatisi parempaa näkyvyyttä tulokäänteen kulmakertoimeen ja sen jatkumiseen sekä siten uudelleenrahoituksen onnistumiseen.

Suositus

Vähennä

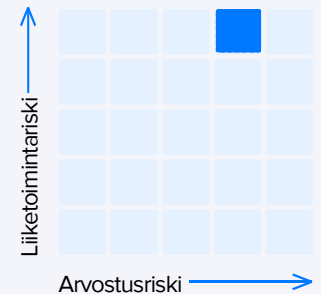
(aik. Vähennä)

0,60 EUR

(aik. 0,60 EUR)

Osakekurssi:

0,59



Avainluvut

	2023	2024e	2025e	2026e
Liikevaihto	57,7	51,8	49,8	51,9
kasvu-%	-16 %	-10 %	-4 %	4 %
EBIT oik.	-3,9	1,1	2,4	3,6
EBIT-% oik.	-6,7 %	2,2 %	4,8 %	7,0 %
Nettotulos	-5,4	0,8	-0,2	0,5
EPS (oik.)	-0,29	-0,08	-0,01	0,03

P/E (oik.)	neg.	neg.	neg.	21,9
P/B	0,9	0,6	0,6	0,6
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
EV/EBIT (oik.)	neg.	30,1	14,0	9,1
EV/EBITDA	56,5	5,4	7,7	6,5
EV/Liikevaihto	0,7	0,7	0,7	0,6

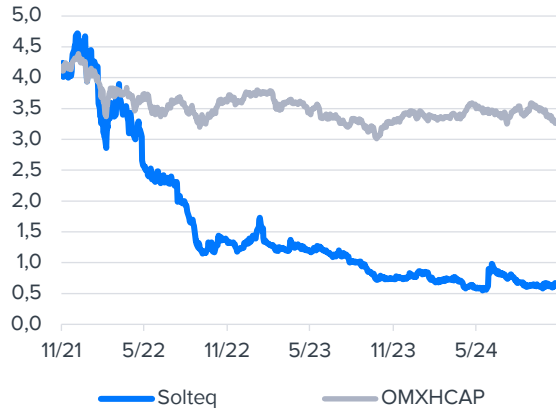
Lähde: Inderes

Ohjeistus

(Ennallaan)

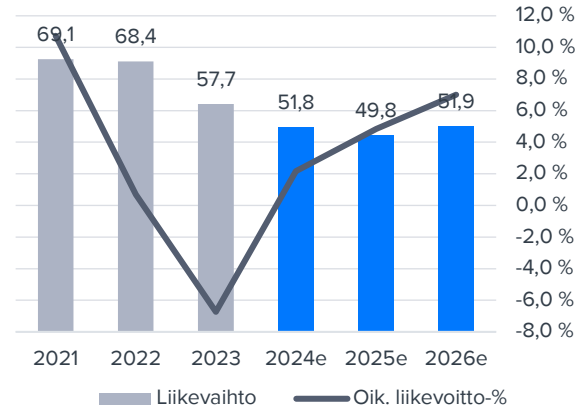
Solteq ohjeistaa vertailukelpoisen liikevaihdon laskevan vertailukaudesta ja liiketuloksen olevan positiivinen.

Osakekurssi



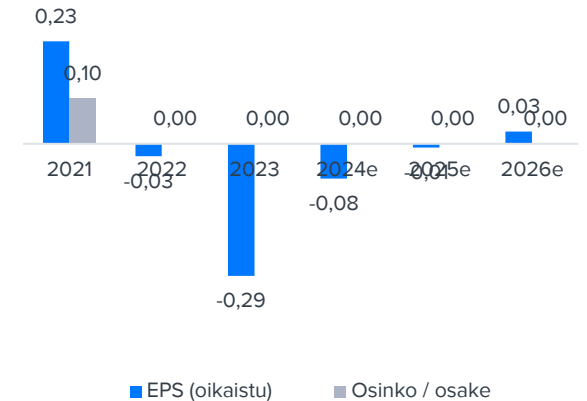
Lähde: Millistream Market Data AB

Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes



Arvoajurit

- Orgaaninen kasvu
- Utilities-liiketoiminnan käänne
- Retail & Commerce kannattavuuden nousu
- Kassavirran parantuminen
- Yritysmyyntit
- Taseriskien pienentyminen
- Rahoituskustannusten keventäminen



Riskitekijät

- Tulokäänteen epäonnistuminen ja siten rahoituskustannusten kattamisen riski
- Myynnin epäonnistuminen ja siten operatiivisen käänteen lykkäytyminen
- Utilities-liiketoiminnan tuotekehitys- ja laatuongelmien pitkittyminen tai uusien ilmaantuminen
- Kansainvälistymisen epäonnistuminen
- Yrityskauppojen epäonnistuminen

Arvostustaso	2024e	2025e	2026e
Osakekurssi	0,59	0,59	0,59
Osakemäärä, milj. kpl	19,4	19,4	19,4
Markkina-arvo	11	11	11
Yritysarvo (EV)	34	34	33
P/E (oik.)	neg.	neg.	21,9
P/E	13,9	neg.	21,9
P/B	0,6	0,6	0,6
P/S	0,2	0,2	0,2
EV/Liikevaihto	0,7	0,7	0,6
EV/EBITDA	5,4	7,7	6,5
EV/EBIT (oik.)	30,1	14,0	9,1
Osinko/tulos (%)	0 %	0 %	0 %
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %

Lähde: Inderes

Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	5-14
Toimiala	15-29
Kilpailu	30-35
Strategia	36-40
Historiallinen kehitys	41-43
Ennusteet	44-49
Sijoitusprofiili	50
Arvonmääritys	51-57
Yhteenveto taulukko	58
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	59

Solteq lyhyesti

Solteq tarjoaa ohjelmistoratkaisuja ja asiantuntijapalveluita energiasektorille ja kaupan alalle sekä sähköisen kaupankäynnin tarpeisiin. Yhtiö toimii yli 400 IT-alan ammattilaisen voimin Suomessa, Ruotsissa, Norjassa, Tanskassa, Puolassa sekä Iso-Britanniassa.

52 MEUR (-10 % vs. 2023)

Liikevaihto 2024e

12 MEUR (+15 % vs. 2023)

Jatkuvat tuotot omista ohjelmistoista 2024e

25 % & 75 %

Utilities- ja Retail & Commerce –liiketoiminta, osuus 2024 ennusteesta

1,1 MEUR (2,2 % lv:sta)

Oikaistu liikevoitto 2024e

436

Henkilöstö Q3'24e lopussa

12 toimistoa 6 maassa

Suomi, Ruotsi, Norja, Tanska, Iso-Britannia ja Puola

18 yritysjärjestelyä sitten vuoden 2012

13 yritysostoa ja 5 yritys-/liiketoimintamyyntiä

2010-2013
Vuonna 2012 Solteq vahvisti Aldata- yritysostolla kaupan alan osaamista, kasvatti asiakaspohjaa ja lisäsi tuotetarjontaa Retail-ratkaisuun.

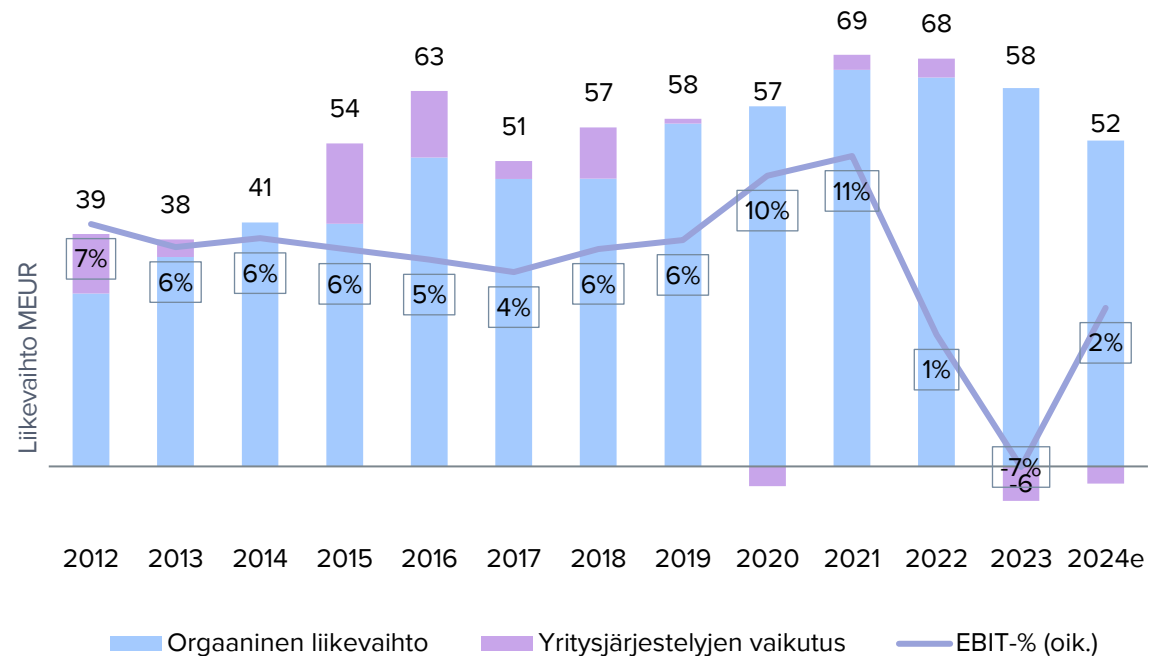
2015
Solteq lähes tuplasi kokonsa Descom-kaupalla. Integraatio oli kuitenkin haastava ja kaikki hyödyt eivät realisoituneet.

2020-2021
Transformaatio tuoteyhtiöksi vaikutti onnistuvan Utilities-liiketoiminnan vahvalla vedolla kunnes projekti- ja tuotekehityshaasteet alkoivat

2013-2015
Kaupan alan suuret asiakkaat alkoivat laittamaan toimittajia ahtaalle.

2016-2019
Panostukset kansainvälistymiseen ja vahva fokus ohjelmistoratkaisuihin. Useita strategian mukaisia yritysostoja

2022-2024
Kysyntähaasteita markkinan mukana, joihin reagoitiin korjaavilla toimenpiteillä. Strategian päivitys, vahvempi toimialafokus, uusi johtamismalli ja Robotics-liiketoiminnan alaskirjaus. Merkittävä osa Retail-liiketoimintaa myytiin, mikä laski korkeaa velkaantuneisuutta. Vuonna 2024 otettiin tulokäänteen ensi askeleet.



Yhtiökuvaus 1/5

Yhtiökuvaus

IT-palveluyhtiö omilla toimialaratkaisulla

Solteq on pohjoismainen IT-palveluyhtiö, joka tarjoaa ohjelmistoratkaisuja ja asiantuntijapalveluita energiasektorille ja kaupan alalle sekä sähköisen kaupankäynnin tarpeisiin. Yhtiö on perustettu vuonna 1982 ja listattu Helsingin pörssiin vuonna 1999. Solteqin palvelut kattavat pilvestä tarjottavien IT-ratkaisujen koko elinkaareen, sähköisen liiketoiminnan kehityksen konsultoinnista ja palvelumuotoilusta toteutukseen ja ylläpitoon. Yhtiö on jakanut liiketoimintansa Retail & Commerce- ja Utilities- segmentteihin.

Solteq tunnetaan kaupan alan IT-toimittajana, mutta lisäksi yhtiön ratkaisut sopivat hyvin hotelli- ja ravintola-alalle, valmistavaan teollisuuteen sekä viime vuosina erityisesti energia-alalle. Yhtiö toimii tällä hetkellä Suomen lisäksi Ruotsissa, Norjassa, Tanskassa, Puolassa sekä Iso-Britanniassa. Näissä markkinoissa yhtiöllä on yhteensä 12 toimistoa. Yhtiön asiakasmarkkinat ovat Pohjoismaat.

Solteqin palveluksessa oli Q3'24:n lopussa 436 IT-alan osaajaa ja yritysmyyntiin myötä henkilöstömäärä laskee noin 15:lla työntekijällä. Näin henkilöstömäärä on laskenut yli 200:lla henkilöllä 2023 alusta. Henkilöstömäärän muutos kuvastaa yhtiön viime vuosina tekemää voimakasta transformaatiota yritysmyyntien ja muutosneuvotteluiden kautta.

Solteqin liikevaihto vuonna 2024 on arviomme mukaan reilu 50 MEUR ja tulos lievästi positiivinen. Operatiivisesti yhtiön tuloskäänne on edennyt, mutta edelleen alkumetreillä. Liikevaihdosta noin 25 % on jatkuvia tuottoja omista ohjelmistoista, mikä arvokasta liikevaihtoa ja myös on kasvava

osa kokonaisuutta.

Painopiste kaupan alan palveluyhtiöstä vahvemmin digitalisiin ratkaisuihin ja omiin tuotteisiin yritysjärjestelyiden vauhdittamana

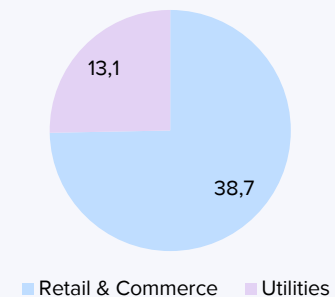
Solteq aloitti vuonna 2015 vahvemmin keskittymään digitaaliseen kaupankäyntiin Descom yritystoston kautta, minkä myötä yhtiö lähes tuplasi kokonsa. Vuonna 2016 yhtiö lisäsi strategiaansa kansainvälisen kasvun elementin. Vuonna 2017 Solteq lähti vauhdittamaan liiketoiminnan transformaatiota kohti digitaalisia ratkaisuja ja kansainvälistä kasvua. Lisäksi yhtiö halusi hajauttaa asiakasportfoliota myös muihin kuin kaupan toimialoihin. Suurin muutos oli fokuoitetuminen vahvemmin ohjelmisto- ja tuoteliiketoimintaan, johon yhtiö investoi vuosia.

Solteqin tuloskäänne ja transformaatio tuoteyhtiöksi näytti reilun vuoden (2020-2021 aikana) etenevän todella hyvin. Pääomistaja myi omistuksensa, toimitusjohtaja irtisanoutui ja tämän jälkeen alkoi ilmaantumaan jo asennettujen installaatioiden ongelmia Utilities-liiketoiminnassa. Haasteet jatkuivat pitkään ja hidastavat osittain edelleen suoritusta. Uuden toimitusjohtajan myötä keväällä 2022 yhtiö alkoi tekemään korjaavia toimenpiteitä, tarkensi strategiaa, muutti johtamismallia (maakohtaisesta liiketoimintakohtaiseksi), alaskirjasi robotiikkaliiketoiminnan (johon yhtiö panosti vuosia voimakkaasti) ja myi merkittävän osan Retail-liiketoiminnasta. Nyt yhtiön askelmerkit ovat selvät ja perusta pääosin selkeä, vaikka yhtiössä on edelleen pari ei-strategista toimintaa. Tuloskäänne eteni hyvin vuonna 2024e ja sen on jatkuttava, jotta rahoitusrakenne saadaan katettua.

SOLTEQ

- Solteqin palvelut kattavat pilvestä tarjottavien IT-ratkaisujen koko elinkaareen ja lähes koko arvoketjun
- Solteqin dna on kaupan alalta, mutta yhtiö on vahvistanut jo vuosia energia-alan tuoteratkaisuja
- Yhtiö on muokannut rakennetta hyvin voimakkaasti yritysjärjestelyin, vahvistanut Utilities liiketoimintaa ja myynyt ei-strategisia toimintoja
- Tuoteliiketoiminnan kannattavuudesta ja skaalautuvuudesta on saatu alustavia näyttöjä, mutta nyt yhtiö kehittää edelleen tuotetarjoomaa ja rakentaa perustaa kestäväälle ja kannattavalle kasvulle
- Solteqin tuoteperheet voidaan jakaa seuraaviin toimialoihin:
 - Energia ja vesitoimiala
 - Vähittäis- ja tukkukauppa
 - Ravintolat
 - Autokauppa (Suomessa)

Liikevaihto 2024e, MEUR



Yhtiökuvaus 2/5

Solteq on vauhdittanut muutosta kohti digitalisia ratkaisuja ja ohjelmistoja sekä laajentanut asiakasportfoliotaan useilla yritysjärjestelyillä. Yhtiö on toteuttanut 18 yritysjärjestelyä 2012-lähtien, 13 yritysostoa ja 5 yritysmyyntiä. 2020-luvulla yhtiö on toteuttanut 3 pientä täsmähankintaa vahvistaen Utilities-liiketoimintaa ja kaksi yritysmyyntiä.

Liiketoimintamalli

Solteq organisoii liiketoimintansa uudelleen vuoden 2023 alussa ja siirtyi maakohtaisesta johtamismallista toimialalähtöiseen johtamismalliin. Samalla liiketoiminta jaettiin uusin vastaaviin toimiala-segmentteihin. Johtamismallin muutos on suhteellisen suuri, sillä nyt toimituksia tehdään maarajojen yli ja johdetaan liiketoiminnoittain. Aikaisemmin maat huolehtivat itse myynnistä ja toimitus tehtiin pääosin maakohtaisesti. Johtamismallin muutos on tuonut selkeyttä toimintaan (mm. maakohtaisten tuloksien optimoinnin lopettaminen).

Segmenttien välillä ei juurikaan ole suoria yhteyksiä tai synergioita. Pääosa liikevaihdosta on edelleen henkilösidonnaista palveluliikevaihtoa, osa kolmansien osapuolien lisenssimyyntiä ja kasvava osa omia skaalautuvia ratkaisuja (noin 1/4). Maantieteellisesti Solteqin painopiste on edelleen vahvasti Suomessa, jossa on yritysmyyntien ja muutosneuvottelun jälkeen on arviomme mukaan reilu 300 osaaajaa. Ulkomailla Tanskassa ja Puolassa yhtiöllä on molemmissa ~40. Ruotsissa, Norjassa ja Iso-Britanniassa yhtiöllä on kussakin muutama oma työntekijä.

Retail & Commerce

Retail & Commerce segmentti työllistää

liiketoimintamyynnin jälkeen noin 300 työntekijää konsernin ~420 työntekijästä (yritysmyynnin toteuduttua). Liikevaihto on liiketoimintamyynnin jälkeen vuonna 2024 vajaa 40 MEUR vuonna 2024e. Näin segmentti vastaa noin 75 % konsernin liikevaihdosta. Segmentin liikevaihto perustuu pääosin palveluliikevaihtoon, mikä vastasi Q1-Q3:lla vajaa 80 % liikevaihdosta. Loput ovat jatkuvia tuottoja omista ohjelmistoista (reilu 15 %) sekä kolmansien osapuolien ohjelmisto ja laitemyyntiä (~5 %).

Retail & Commerce palvelut koostuvat asiakkaille toimitetuista verkkokauppajärjestelmistä, tiedonhallinnan ratkaisuista ja operatiivisista järjestelmistä. Palveluliiketoiminta kattaa pilvestä tarjottavien IT-ratkaisujen koko elinkaareen ja sisältää konsultoinnin, asiakasjärjestelmien toteutuksen, jatkuvat kehityspalvelut ja ylläpidon. Retail & Commerce voidaan jakaa kolmeen alueeseen. Alueet käsittävät; 1) Commerce and Data, joka on pääosin konsultointia ja sisältää tuotehallintaa sekä kolmansien osapuolien ratkaisuja vastaa noin 2/3-osaa segmentin liikevaihdosta, 2) kaupan-alan maksu/toiminnanohjausjärjestelmät (POS) sisältää asiantuntijapalveluita ja ohjelmistoratkaisuja verkkokauppaan, tuotetiedon hallintaan sekä data ja analytiikkaan 3) muut liiketoiminnot sisältävät pieniä erikoistuneita ohjelmistoratkaisuja mm. autokaupan myynnin ja jälkimarkkinan ratkaisut sekä Alkon Gold-järjestelmän. Tanskan terveydenhuollon liiketoiminta myydään Q4'24 aikana. Ymmärryksemme mukaan Commerce & data sekä kaupanalan ohjelmistot ovat palvelualueita, joita yhtiö edelleen haluaa kehittää, vaikka ristiinmyyntimahdollisuudet hieman heikkenivät muiden retail-toimintojen myynnin myötä vuonna 2023.



Solteqin palvelut, Retail & Commerce

- Digitaalinen kaupankäynti
- Data ja analytiikka
- Liiketoimintajärjestelmät
- Kassajärjestelmät
- Tuki- ja ylläpitopalvelut



Teknologiakumppanit



Yhtiökuvaus 3/5

Muut pienemmät toiminnot ovat ymmärryksemme mukaan kypsässä vaiheessa, eivätkä ole näkemyksemme mukaan strategian keskiössä ja pidämme näitä hyvin potentiaalisina myynnin kohteina. Keskipitkällä aikavälillä pidämme myös POS-ratkaisuja mahdollisena divestoinnin kohteena.

Palveluliiketoiminnassa Solteq käyttää laajalti eri kolmansien osapuolten teknologioita (21 kpl), joista keskeisimmät ovat Microsoft, AWS, Informatica ja Adobe.

Solteqin asiakkaat ovat suuria ja keskisuuria. Ihanteellinen asiakaskoko on kymmenien miljoonien liikevaihtokokoluokka, mihin yhtiö voi toimittaa koko elinkaaritajoamansa. Suurille yhtiöille Solteq toimittaa laaja osaa digitaalisen kaupankäynnin tarjoomastaan. Ymmärryksemme mukaan suurin osa palveluliiketoiminnasta on tällä hetkellä tuntilaskutukseen perustuvaa. Tämä laskee Solteqin riskiprofiilia verrattuna historiaan, jolloin kiinteähintaisilla projekteilla oli suurempi paino.

Solteqilla on vielä suhteellisen pieni määrä asiakkaita, jotka käyttävät ratkaisuperhettä laajemmin ja yhtiö työstää edelleen palveluiden sekä tuotteiden ristiinmyyntiä segmentin sisällä. Suomessa kassapäätteiden markkina on iso ja Solteqilla on siellä vasta muutamien prosenttien markkinaosuus. Kansainvälisesti tuote on saanut onnistumisia Tanskassa. Lisäksi yhtiö jatkaa POS-tuoteperheen kehittämistä, jotta ne vastaavat entistä paremmin Ruotsin ja Tanskan markkinoiden erityisvaatimuksiin. Näin nykyistä nopeampi laajentuminen näissä markkinoissa on mahdollista. Lisäksi Solteqin ratkaisut vaativat parempaa tunnettuutta kokonaisuudessa, ennen kuin tuotteelta voidaan odottaa kansainvälistä

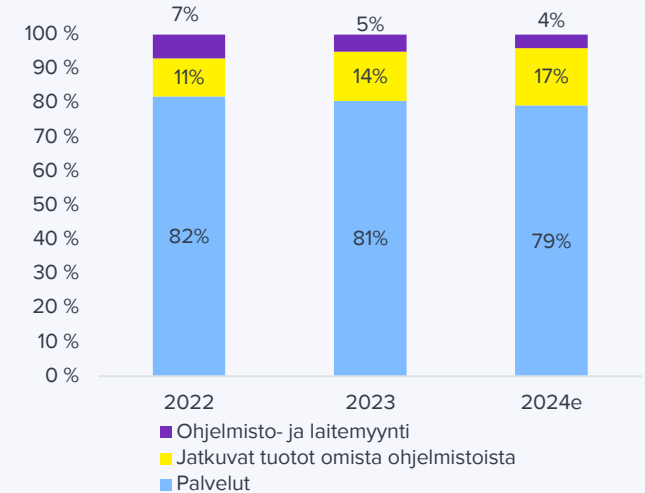
menestystä. Isossa kuvassa markkinakasvu ei ole yhtiön ongelma, vaan yhtiön on onnistuttava myynnissä. Toimitusmallilta ratkaisu on nopea ja myyntisykli on viikoista joihinkin kuukausiin. Kun ”rauta”-toimitus saapuu asiakkaalle ja on kiinnitetty sähkövirtaan, asennetaan ohjelmistot pilvestä ja ratkaisu on käyttövalmis. Näin Solteqilla on tehokkuudessa paljon voitettavaa uusien tuotteiden kautta verrattuna asiakkaiden nykyisiin ratkaisuihin.

Maantieteellisesti yhtiö voi edelleen kasvaa Suomessa, mutta erityisesti muissa maissa yhtiöllä on selkeämmin kasvupotentiaalia. Segmentin kilpailuetu perustuu vahvaan toimialatuntemukseen, kokeneisiin osajiin ja parhaiden kolmansien osapuolten teknologioiden valintaan.

Utilities

Utilities-liiketoiminta (energia-ala ja vesitoimiala) tarjoaa pilvipohjaisia asiakastietojärjestelmiä, online-palveluita ja asiantuntijapalveluita energiasektorin asiakkaille. Solteq osti merkittävän osan liiketoiminnasta vuonna 2017. Yhtiö onnistui kasvattamaan vuonna 2020 aiemmin hyvin vakaata markkina-osuuttaan, kun Tietoevry lopetti omat vastaavat Utilities-toimintonsa. Segmentti työllistää arviomme mukaan reilu 100 työntekijää. Liikevaihto on arviomme mukaan noin 13 MEUR vuonna 2024 vastaten noin 25 %:a konsernin liikevaihdosta. Segmentin liikevaihto perustuu noin 50/50 palveluliikevaihtoon ja jatkuviin tuottoihin omista ohjelmistoista. Positiivista on, että jatkuvat tuotot omista ohjelmistoista –erän osuus segmentin liikevaihdosta on kasvanut kahdessa vuodessa 20 %-yksiköllä. Tämä on rakenteeltaan selvästi muita segmentin muuta liikevaihtoa kannattavampaa ja jatkuvampaa sekä siten arvokkaampaa liikevaihtoa.

Retail & Commerce, liikevaihdon rakenne



Retail & Commercen asiakasreferenssejä



Yhtiökuvaus 4/5

Yhtiö panostaa voimakkaasti Utilities-liiketoimintaan ja tavoittelee omien ohjelmistotuottojen osuuden edelleen kasvavan ja sen skaalautuvan vahvemmin kannattavuuteen.

Utilities-liiketoiminta perustuu pilvipohjaisuuteen ja yhteensopivuuteen uuden Datahub-lainsäädännön kanssa. Tuotteen kilpailuedut kokivat kuitenkin selvän kolauksen reilu 3 vuotta sitten, kun tuoteongelmia ilmeni ja yhtiö on tästä lähtien joutunut korjaamaan jo tehtyjä toimituksia ja panostamaan merkittävästi lisää tuotteen kehitykseen. Yhtiö toteutti ymmärryksemme mukaan suuren Helen-asiakkuuden hankkeen ylösajon onnistuneesti viime ja tänä vuonna, mikä osoittaa yhtiön olevan jälleen oikeilla raiteilla. Nyt tuotehaasteiden tulisi ensi keväästä lähtien olla kokonaan takana.

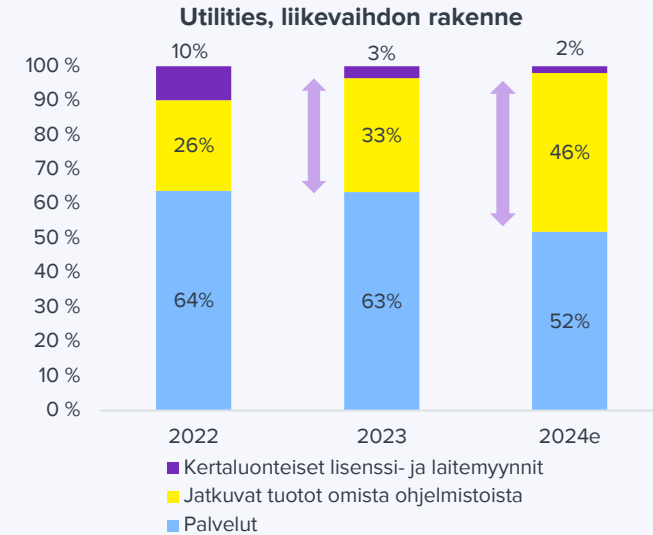
Nyt yhtiö panostaa markkinaosuuksien kasvattamiseen Suomessa ja Tanskaan laajentumiseen. Näkyvyys käänteeseen ja sen kulmakertoimeen on kuitenkin yhä heikko (Q1-Q3'24 liikevaihto -4 % ja oik. EBIT ~-12 %), vaikka kehitys on positiivinen. Tuotteen tavoitella pidemmällä aikavälillä on, että manuaalista työtä ei periaatteessa juurikaan tarvittaisi. Tällöin selvästi yli puolet liikevaihdosta olisi jatkuvaa ohjelmistoliikevaihtoa ja loput uusia tuotekäyttöönottoja sekä muuta asiantuntijaliiketoimintaa. Tässä tilanteessa yhtiö pystyisi hinnoittelemaan ratkaisua myös joustavammin, mikä vahvistaisi edelleen yhtiön kilpailuetua.

Tuotteen ei tulisi vaatia merkittäviä räätälöintejä yhdessä markkinassa, kun tuote on saatu kuntoon. Ainoastaan suurissa asiakkaissa tai

kansainvälisessä myynnissä räätälöintiä joudutaan tekemään enemmän. Liiketoiminnan myyntisyklit ovat tavallisesti pitkiä (noin 12kk). Haasteita luo edelleen yhtiön viime vuosien laatuongelmat, jotka hetkellisesti pysäyttivät myynnin, minkä takia vahvempi ylösajo kestää. Tavallisesti Utilities-liiketoiminnan sopimukset ovat 5-vuotisia, mutta tyypillisesti ohjelmistot jatkuvat toistaiseksi voimassa olevina yli 10 vuotta, mikä siten tuo jatkuvuutta ja ennustettavuutta yhtiön liiketoimintaan.

Pohjoismaisella energiasektorilla kysyntää ohjelmistoratkaisuille ja asiantuntijapalveluille kiihdyttävät muutokset toimialan sääntelyssä, siirtymä uusiutuviin energiamuotoihin sekä kehittyvän teknologian luomat mahdollisuudet liiketoiminnan tehostamiselle. Tällaisia ovat muun muassa kansallisesti johdetut keskitetyn tiedonvaihdon datahub-hankkeet sekä toimintamallien yhtenäistäminen mittauskäytänteissä sähkömarkkinoiden avautuessa. Kokonaisuutena kysyntä Utilities-markkinassa on ollut hyvällä tasolla, mutta yhtiö on itse tehnyt tuotekehitys- ja projektitoimitusvirheitä, mikä on painanut ja painaa segmentin kehitystä. Nyt yhtiö on kuitenkin valmis panostamaan myyntiin ja palaamaan kasvu-uralle asteittain.

Suomessa segmentillä on vahva asema ja tarjoama kattaa sekä palvelu- että ohjelmistoratkaisut. Tanskassa yhtiöllä on yritysjärjestelyjen myötä palveluliikevaihtoa ja nyt yksi konseptintodistus (POC) asiakkuus. Vuonna 2025 yhtiö tavoittelee segmentissä kahta asiakkuutta Tanskassa. Yhtiö fokusoi nyt maantieteellisesti Suomeen ja Tanskaan sekä on lykännyt Ruotsin laajentumista.



Utilities asiakasreferenssejä

FINGRID



fortum

FINGRID
Datahub

Useita sähköyhtiöitä

Yhtiökuvaus 5/5

Tanskan markkinalla ei ymmärryksemme mukaan ole tapahtunut odotettua "datahub" uudelleenkilpailutusaaltoa, mikä on tavallaan positiivista Solteqin näkökulmasta, kun tuote ei ollut valmis myyntiin. Toisaalta sen myötä ei markkina muutenkaan auennut. Ensisijaisen tärkeää on, että nykyinen konseptitodistushanke onnistuu ja sen avittamana saadaan avuttua myös muita asiakkuuksia.

Solteq pyrkii laajentumaan Utilities-segmentissä myös Norjaan ja Ruotsiin, mutta yhtiön kommunikoinnin mukaan se tulee viemään vielä Tanskaa selkeästi pidempään ja kuuluu vielä tällä hetkellä optikategoriaan. Markkina tulee muuttumaan selvästi tällä vuosikymmenellä EU:n päästötavoitteiden ajamana, mikä avaa mielenkiintoisia mahdollisuuksia Solteqin Utilities-liiketoiminnalle.

Tuotekehitys

Solteqin tuotekehitysstrategia rakentuu yhtiön toimialavahvuuksien ja asiakkaiden ympärille. Yhtiö on perinteisesti ollut vahva kaupan, teollisuuden, ravintola-, energia- ja palvelualuejen asiakkaissa. Kehityshankkeet rakentuvat siten näiden alueiden ympärille ja usein kehitys lähtee asiakastarpeesta. Kehitys tehdään osin yhdessä asiakkaan kanssa, kuitenkin siten, että IPR-oikeudet säilyvät Solteqilla. Solteqin oman kehityksen lisäksi yhtiö on käyttänyt osin myös alihankintaa, mutta tämä on selvästi vähentynyt robotiikka-liiketoiminnan alasajon myötä.

Solteqin henkilöstöstä noin 10 % tekee tuotekehitystä, mikä kuvastaa halua siirtää selkeämmin tuotetaloksi. Kokonaisuudessaan tämä vastaa reilun 4 MEUR:n kuluja vuonna

2024e, kun huomioidaan myös muut tähän liittyvät kulut. Yhtiö on tänä vuonna lopettanut tuotekehitysaktivoinnit taseeseen. Tuotekehitysinvestoinnit kasvavat arviomme mukaan edelleen hieman, kun tuloskäänte etenee ja antaa enemmän liikkumavaraa.

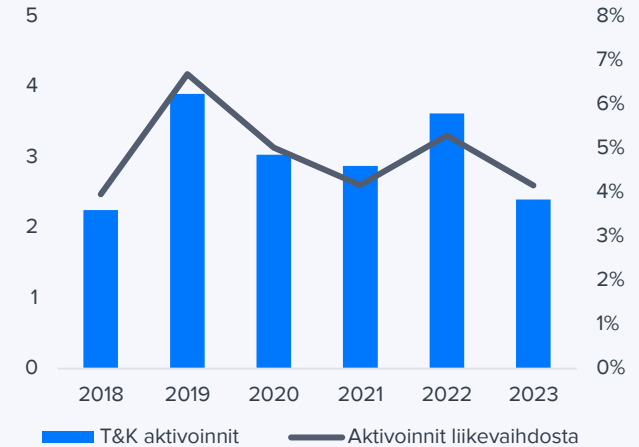
Ymmärryksemme mukaan selkeästi suurimmat, panostukset tehdään jatkossa Utilities-liiketoimintaan. Lisäksi yhtiö jatkaa POS-tuoteperheen kehittämistä, jotta ne vastaavat entistä paremmin Ruotsin ja Tanskan markkinoiden erityisvaatimuksiin.

Robotiikka liiketoiminta alas kirjattiin (4,4 MEUR) vuonna 2022, mikä oli selvä pettymys suhteessa siihen tehtyihin merkittäviin panostuksiin. Nyt robotiikan kaltaisia uusia tuotekehityshankkeita ei ole ja siten T&K riski on selvästi historiaa pienempi. Toisaalta ollaan samalla nykyisten tuotteiden varassa.

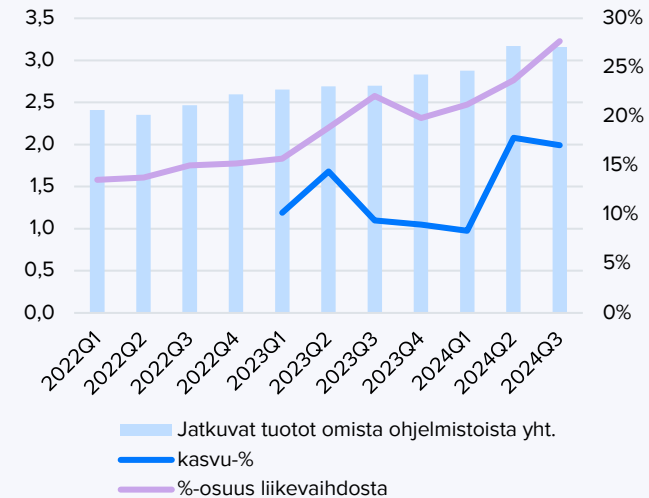
Yhtiön johtamismallin uudistuksen myötä vuoden 2023 alusta myös tuotekehityksen roolitus on muuttunut. Jatkossa tuotekehittäjät tekevät puhtaasti tuotekehitystyötä, eivätkä osin hybridinä myös laskuttavaa työtä. Tämä luonnollisesti parantaa tuotekehityksen laatua. Yhtiö toki tekee edelleen tuotekehitystä yhdessä asiakkaiden kanssa, mutta tästä ei laskuteta.

Jatkuvat tuotot omista ohjelmistoista on vuositasolla jo yli 10 MEUR ja on kasvanut selvästi muuta yhtiötä paremmin. Tämä on osoitus siitä että tuotekehitys ja tuotestrategia toimivat sekä fokuksen siirto asiantuntijatyöstä omiin ratkaisuihin on käynnistynyt onnistuneesti. Tanskan liiketoiminnan myynti tulee tekemään pienen kuopan kehitykseen.

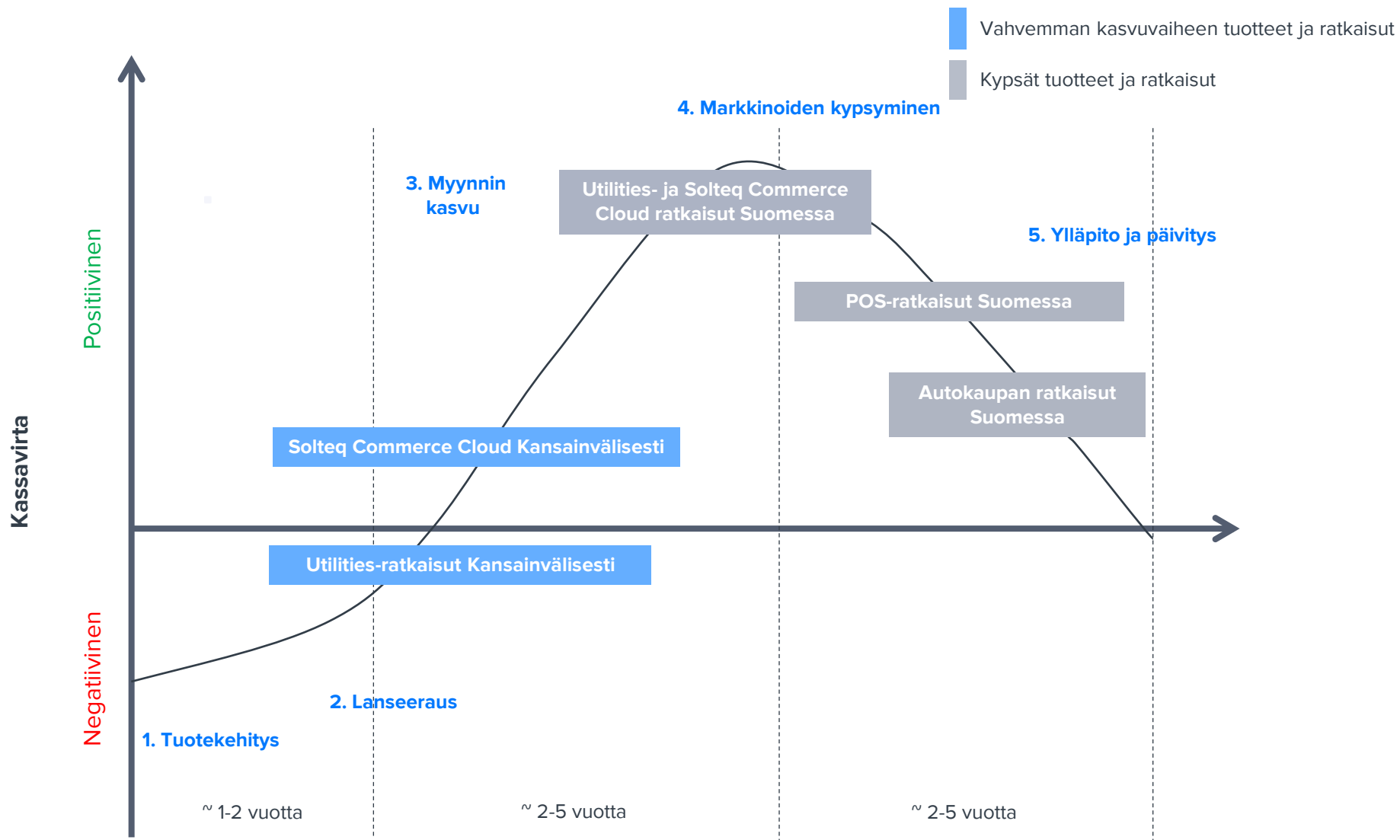
T&K aktivoinnit



Jatkuvat tuotot omista ohjelmistoista



Tuotteiden ja ratkaisujen elinkaari



Kumppanit



Teknologiatoimittajia ja yhteistyökumppaneita



Alihankkijat, resurssivuokraajat

Palvelut

BI & Analytiikka

Digitaalinen kokemus

Digitaalinen markkinointi

Sovelluskehitys

Konsultointipalvelut

Integraatiopalvelut

Toiminnanohjaus

Tuki ja ylläpitopalvelut

Myymläratkaisut sekä verkkokaupat



Tuotteet

Uudet ja suuret tuotteet:

Solteq Commerce Cloud -tuoteperhe
Utilities –tuoteperhe

Muut tuotteet:

Autokaupan ratkaisut Suomessa
POS-ratkaisut Suomessa

Liiketoimintaidea

Solteq on pohjoismainen IT-palveluiden ja ohjelmistoratkaisujen tarjoaja, joka on erikoistunut liiketoiminnan digitalisaatioon sekä toimialakohtaisiin ohjelmistoihin.

SOLTEQ

- Liiketoiminta jaettu Retail & Commerce sekä Utilities segmentteihin
- Vahvat panostukset omiin vahvuuksiin ja ei-strategisten toimintojen divestointi
- Perinteisesti vahva kaupan alan IT-toimittaja ja rakentanut kilpailukykyä energiasektorille, jossa hyvä asema Suomessa
- Vakiintunut asema Suomen IT-palvelumarkkinassa
- Kansainvälistä kasvupotentiaalia toimialaratkaisuisissa

Pitkän aikavälin tavoitteet

Retail & Commerce kasvu $\geq 8\%$ ja EBIT-% $\geq 8\%$

Utilities kasvu $\geq 15\%$ ja EBIT % $\geq 18\%$

Kilpailijat

IT-generalistit

accenture tietoevry

CGI GOFORE

Ketterät ohjelmisto-kehittäjät

SOLITA INNOFACTOR[®] SOFIGATE

digia LOIHDE Reaktor

futurice X VAIMO VINCIT siili_

Utilities toimijat

HANSEN enerim EMPOWER

CGI

Asiakastoimialoja



Teollisuus



Kaupan ala



Palvelusektori



Energia-ala

Kustannusrakenne

460 hlö keskimäärin (2024e)
51 m€ (2024e)



Henkilöstökulut
(67 % kustannuksista)



Materiaalit ja palvelut
(12 %)



Liiketoiminnan muut kulut
(15 %)



Poistot
(5 %)

Palvelut + muu ohjelmisto- ja laitemyynti



~75 %

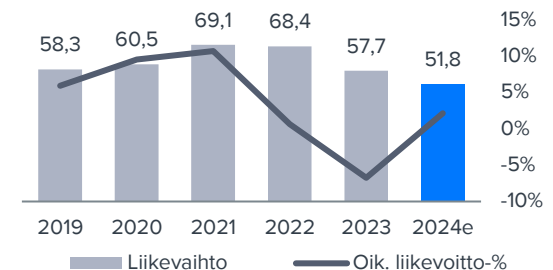
Jatkuvat tuotot omista ohjelmistoista



~25 %

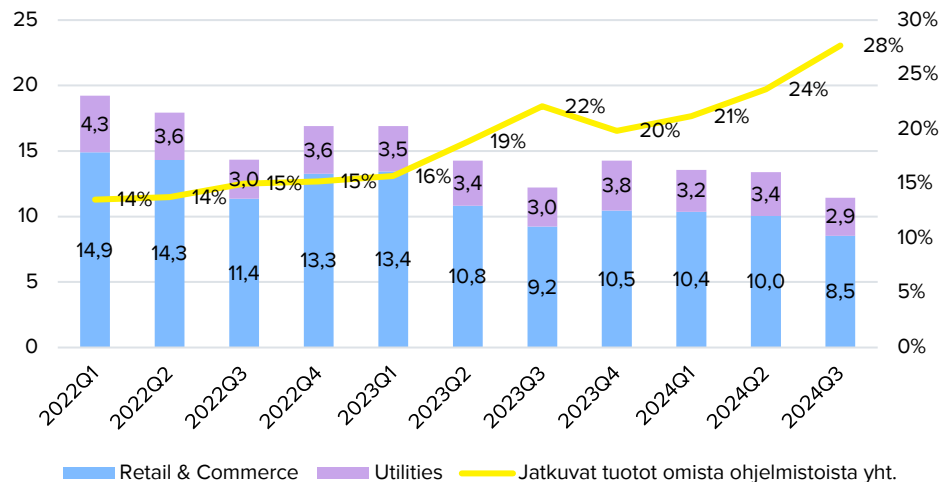
Tulovirrat

Liikevaihto 52 m€
EBIT (oik.) 1,1 m€ (2024e)

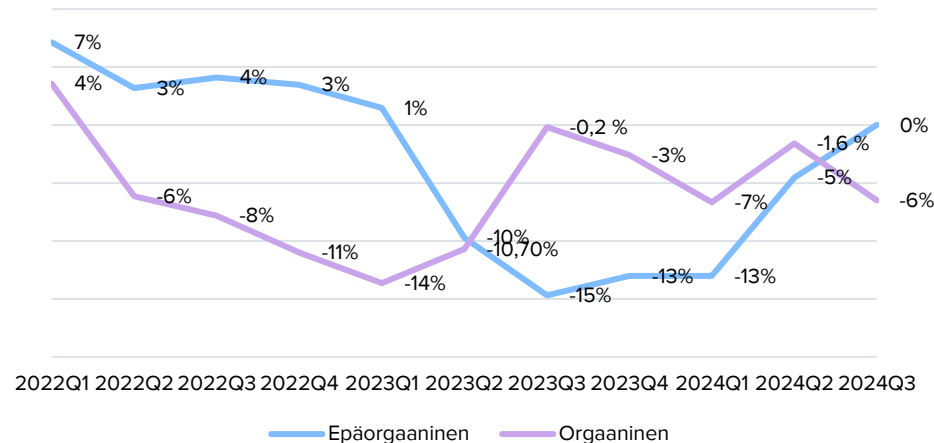


Solteqin keskeisiä tunnuslukuja

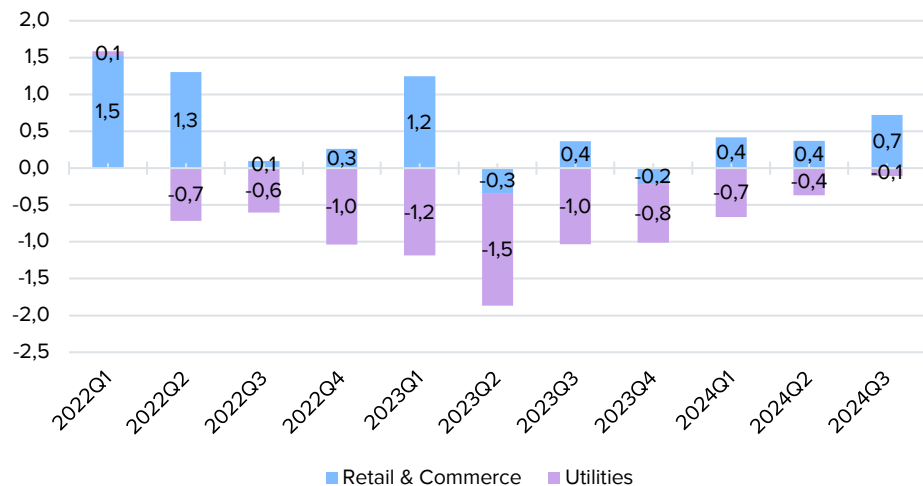
Liikevaihto, segmenteittäin



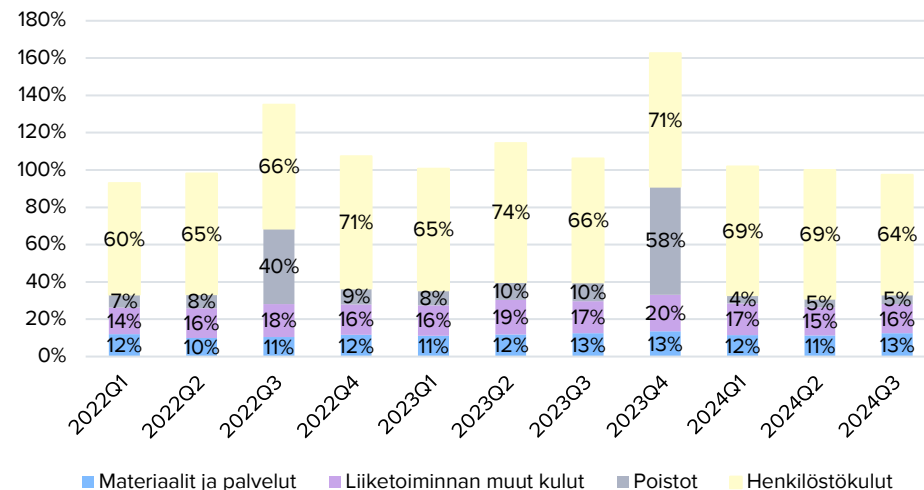
Liikevaihdon kehitys-%, orgaaninen ja epäorgaaninen



Oikaistu liikevoitto, segmenteittäin

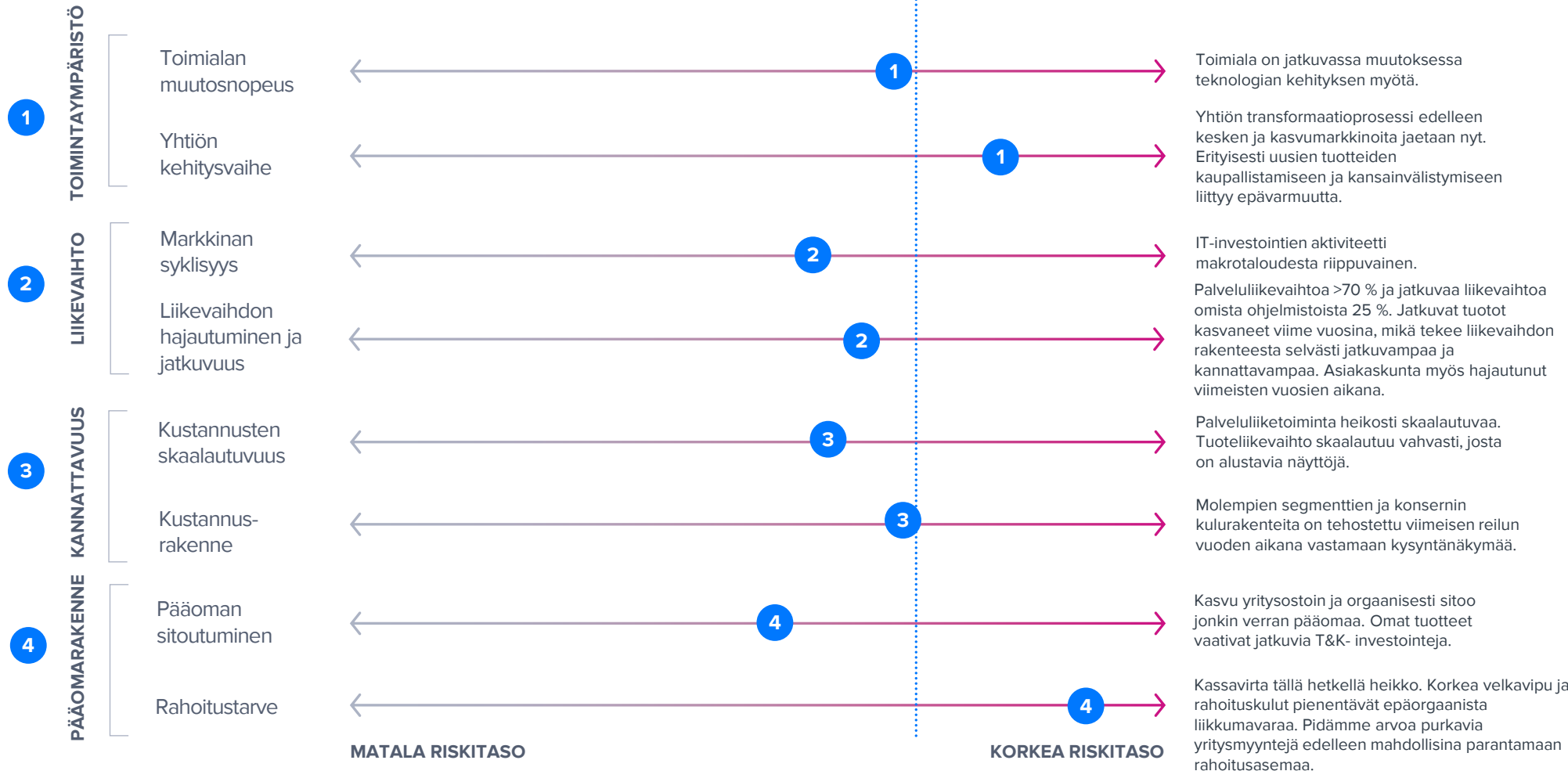


Kulut liikevaihdosta



Liiketoimintamallin riskiprofiili

Arvio Solteqin liiketoiminnan kokonaisriskitasosta



IT-palvelumarkkina 1/9

Iso kokonaismarkkina Pohjoismaissa ja Suomessa

Pohjoismaiden (Ruotsi, Norja, Suomi, Tanska) IT-palvelumarkkinan koko oli Radarin mukaan vajaa 28 miljardia euroa vuonna 2024. Suomen IT-markkinan Radar on arvioitunut olevan reilu 7 miljardia. IT-palvelumarkkinan osuus tästä on 4,8 miljardia, joka jakautuu konsultointiin 2,5 miljardia, johdon konsultointiin 0,3 miljardia, pilviratkaisuihin 0,6 miljardia ja ulkoistuksiin 1,2 miljardia.

Asiakaskunnittain tämä jakautuu arviomme mukaan edelleen noin 75 % yksityiselle ja 25 % julkiselle sektorille. Markkinan koko ei isossa kuvassa nähdäksemme rajoita seuraamiemme yhtiöiden kasvumahdollisuuksia.

IT-palvelumarkkinan ja sen euromääräisen koon määrittelmä jatkaa kuitenkin hämärtymistään, kun IT:n ja teknologian rooli jatkaa digitalisaation myötä nousua konehuoneesta liiketoiminnan ytimeen eri toimialoilla. IT-palveluyhtiöiden toimintakenttä risteääkin yhä vahvemmin uusien rinnakkaismarkkinoiden kanssa, joiden ei ole perinteisesti katsottu kuuluvan IT-markkinoihin. Näitä ovat esimerkiksi strategiakonsultointi, transformaatiojohtaminen ja palvelumuotoilu.

Markkinan kasvua vetävät digitaaliset palvelut

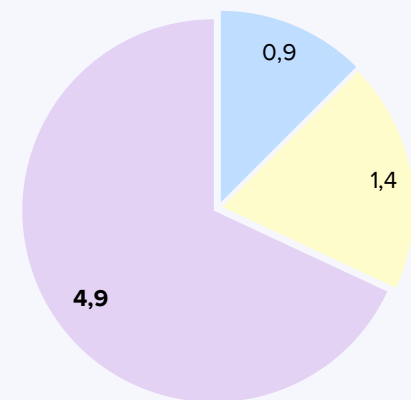
Perinteisten palveluosa-alueiden odotetaan eri arvioiden mukaan kasvavan keskimäärin 1-4 % vuosivauhtia. Uusien digitaalisten palveluiden odotetaan kasvavan 5-10 % vauhtia riippuen osa-alueesta, tosin niiden kysyntä on syklistempää, kuten on nähty vuosien 2023-24 kysynnän pudotuksessa. Markkinan kasvua hidastavat perinteisten infra- ja vanhemman sukupolven ohjelmistoratkaisuiden laskevat kysynät. Lisäksi perinteiset IT-järjestelmät modernisoituvat, joka on luonut ikään kuin näiden kahden osa-alueen väliin nopeasti kasvavan alueen.

Radar ennustaa Suomen IT-markkinan kasvavan vuosina 2024 ja 2025 kokonaisuudessaan 1,7 % vuosittain ja palveluiden 2,4 % vuosittain. IT-palvelumarkkinan sisällä kasvua vetää pilviratkaisut (2021-25e ~10 % vuosittain) ja konsultointi (3,3 %), kun taas ulkoistuspalveluiden volyymi on paikallaan (+0,1 %). Huomioitavaa on myös, että Radarin mukaan konsultointi laski vuonna 2020 16 %, kun taas Helsingin pörssin listatut IT-palveluyhtiön kasvoivat orgaanisesti 8 % vuonna 2020 (2021-22 10 %), mikä indikoi yhtiöiden asemoituneen nopeammin kasvaville palvelualueille ja olevan keskimääräistä yhtiötä kilpailukykyisempiä/kriittisemmän toimittajan roolissa.

Palvelualueittain markkinaa nopeammin kasvavia osia ovat tutkimuksemme mukaan pilvipalvelut, transformaatiojohtaminen ja data & analytiikka. Tietoturvapalvelut ovat ollut viime vuosina paljon puhuttu kasvualue, mutta useilla toimijoilla on haasteita saada liiketoiminta kannattavaksi.

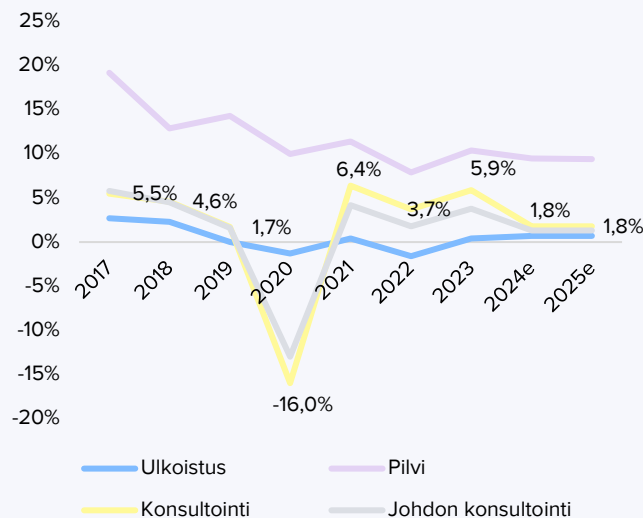
Tietoevry arvioi aikaisemmin pilvipalveluiden kasvavan 15 %, data & analytiikan 15 %, ydinohjelmistojen 10 % sekä automaatio ja DevOpsin 20 % vuosina 2020-2023. Kyseiset alueet ovat arviomme mukaan edelleen paremmin suorituvia osa-alueita. Näkemyksemme mukaan Tietoevry on parhaita toimijoita arvioimaan markkinoiden kehitystä Pohjoismaissa, koska yhtiöllä on laaja IT-tarjoama, se toimii useimmilla asiakassektoreilla ja omaa maantieteellisesti vahvan läsnäolon kaikissa Pohjoismaissa. Asiakassektoreittain Tietoevry kertoi ennen viime vuonna alkanutta markkinaheikkoutta odottavansa terveydenhuollon sektorin kasvavan keskimäärin 5-6 %, julkisen sektorin 4-5 %, energiasektorin 3-4 %, metsäteollisuuden 6-7 % sekä pankkipalveluiden ja maksuratkaisuiden 4-9 %.

Suomen IT-markkinan jakautuminen vuonna 2024 (mrd.€)



■ Laitteet ■ Ohjelmistot ■ IT-palvelut

Suomen IT-palvelumarkkinan palveluittain, muutos-%



Lähde: Radar Nordic Outlook 2024 (9/24) ja Inderes

IT-palvelumarkkina 2/9

Solteq on kasvoi 2010-2024e keskimäärin 5 % vuodessa. Orgaanista liikevaihtoa on painanut kaupan alan murros. Lisäksi yhtiö on tehnyt useita yritysostoja ja myös myyntejä. Nettona yhtiö on ostanut noin 24 MEUR liikevaihtoa, eli orgaanisesti yhtiö ei ole käytännössä kasvanut. Solteqin strategian muutos ja yritysjärjestelyiden myötä muokkautunut rakenne on tehnyt leveämmän kasvupohjan, mikä kuitenkin vaati vielä näyttöjä realisoitumisesta.

Lyhyellä aikavälillä markkinassa on heikkoutta

Kysyntäympäristö on arviomme mukaan vuonna 2024 edelleen tarkkaileva ja varovainen. Digitalisaation trendi ei ole pysähtynyt ja nopeammin kasvavia alueita löytyy edelleen, kun kriittisten toimintojen kehitystä ei voida pysäyttää. Suurin huolenaiheemme sektorilla on kova hintakilpailu. Ennustamme listattujen suomalaisten IT-palveluyhtiöiden liikevaihdon laskevan orgaanisesti vain 2 % vuonna 2024 ja kasvavan 2 % vuonna 2025, kun yhtiöt ovat edellisen 6 vuoden aikana kasvaneet orgaanisesti keskimäärin 9 %. Suomen ja Euroopan hiljalleen vahvistuva yleinen talouskehitys sekä korkotason lasku antavat hieman valoa tunnelin päähän ja luovat mielestämme edellytykset asteittain vahvistuvalle kysyntänäkymälle seuraavan vuoden aikajänteellä. Odotamme yksityisen sektorin kääntyvään kohti parempaa ennen julkista sektoria. Kysynnän piristymisen ajoitusta ja kulmakerrointa on kuitenkin vaikea arvioida, mikä pitää epävarmuuden koholla.

Markkinan pitkän aikavälin kasvunäkymät ovat edelleen hyvät

Yhteiskunnan digitalisoituminen edellyttää toteutuakseen valtavan määrän käsipareja rakentamaan, integroimaan ja ylläpitämään uusia

sovelluksia, minkä takia IT-konsulttiyhtiöiden pitkän aikavälin kysyntäfundamentit ovat vahvoja. Tämän ansiosta IT-palveluyhtiöt tarjoavat sijoittajalle hyvän mahdollisuuden sijoittaa digitalisaatiotrendiin palveluliiketoiminnan rajatummalla riskiprofiililla. Markkinan voidaan odottaa kasvavan makrotaloutta nopeammin pitkällä aikavälillä. Markkina elää kuitenkin sykleissä ja yritysten ulkoa ostamien IT-palvelujen määrä voi myös laskea ja hintakilpailu kiristyä, kuten 2022-24 heikentyneessä taloustilanteessa.

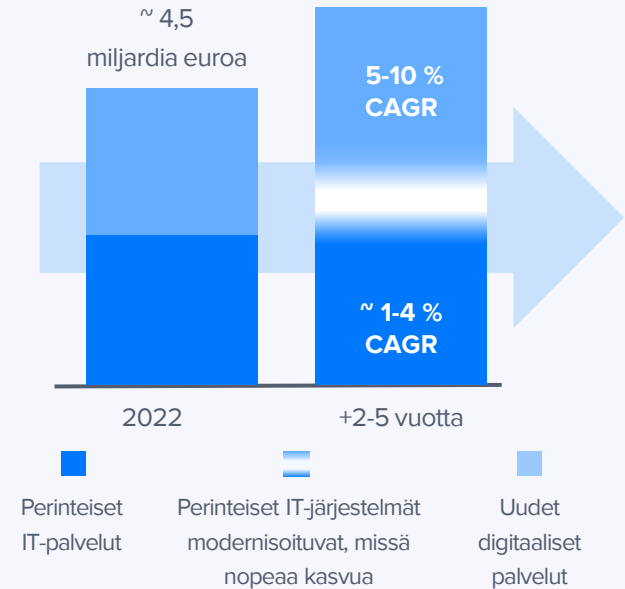
IT-investointien muuttuva luonne jakaa markkinaa

IT-palvelumarkkinan muutosta 2010-luvulla voidaan havainnollistaa yksinkertaistettuna jakamalla markkina voimakkaasti kasvaneisiin uusiin digitaalisiin palveluihin sekä hiipuvaan perinteiseen tietojärjestelmäkehitykseen. Markkinan murros loi voimakkaan kasvumahdollisuuden monille uuden aikakauden alkuperäisille toimijoille (mm. Futurice, Solita, Reaktor, Siili, Gofore ja Vincit), jotka ovat profiloituneet tarjoamiltaan uusien digipalveluiden kehittäjiksi. Markkinan kahtiajako on nyt kuitenkin muuttumassa epärelevantimmäksi, sillä uusia digitaalisia palveluita ei voida käsitellä liiketoiminnan ydinjärjestelmistä erillisenä.

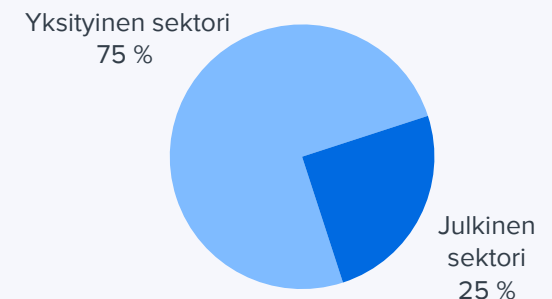
Selkeänä trendinä markkinalla onkin viime vuosina ollut IT-ostamisen vakavoituminen, kun asiakasorganisaatioissa on havaittu, että oikotietä digitalisaatioon ei pystytä hankkimaan ostamalla digisovelluksia tietohallinto ohittaen. Organisaatioiden vakiintuneet tietojärjestelmät eivät katoa, vaan niitä on modernisoitava toimimaan alustoina uusille digipalveluille. IT-investoinnit kohdistuvat uusiin toiminnallisuuksiin, joita rakennetaan rajapintaratkaisulla olemassa olevien järjestelmien päälle.



Suomen IT-palvelu markkina ja kasvukuva

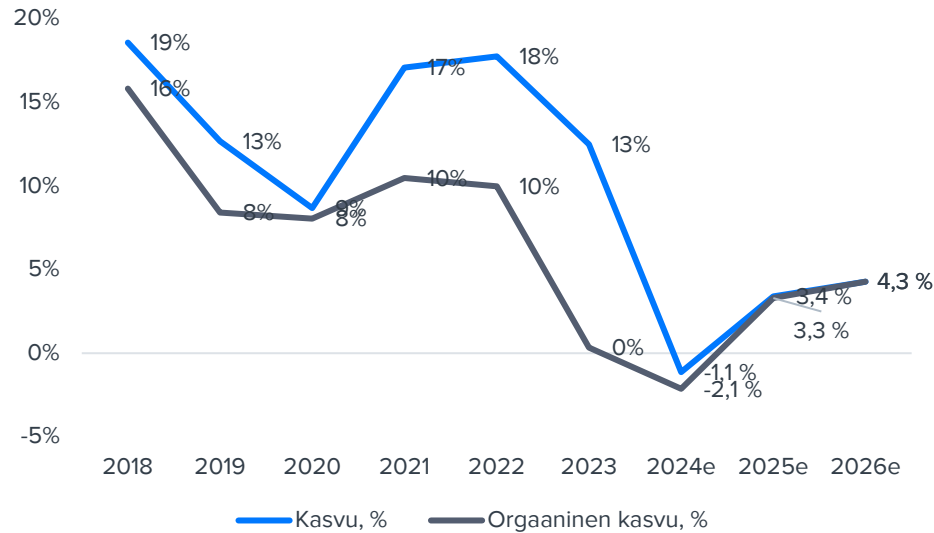


Markkinan jakauma ostajaryhmittäin, Inderesin karkea arvio

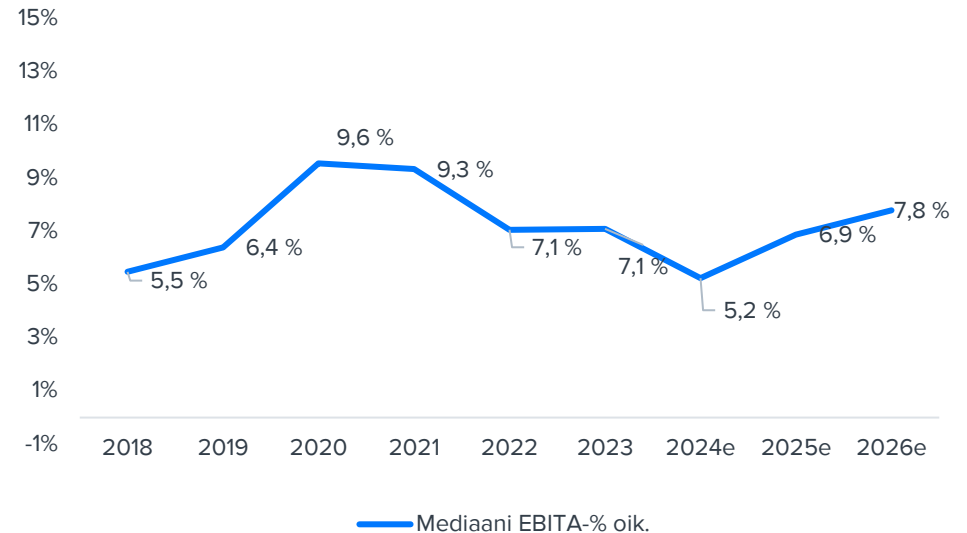


Pörssilistatun IT-palvelusektorin kehitys ja odotukset Suomessa

Suomen listattu IT-palvelusektori, liikevaihto

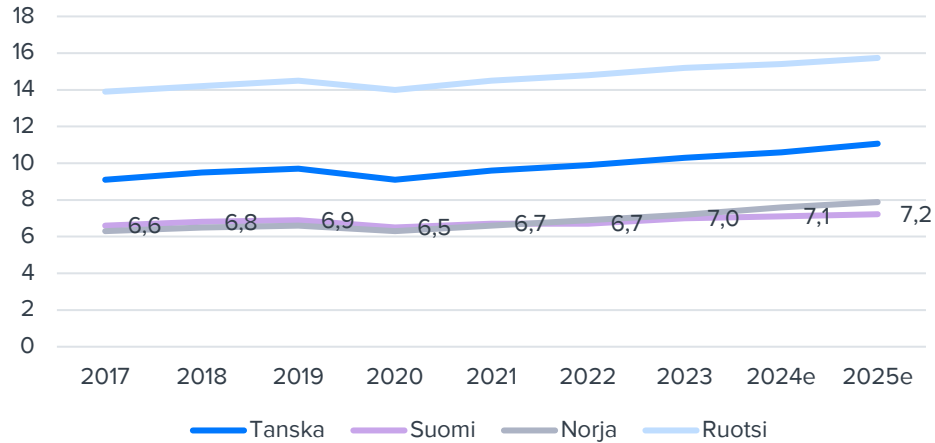


Suomen listattu IT-palvelusektori, kannattavuus

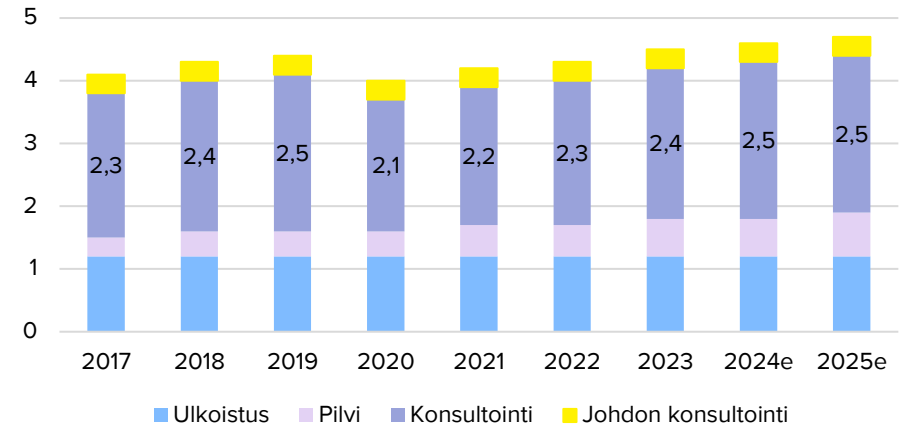


Pohjoismaista IT-markkinadataa

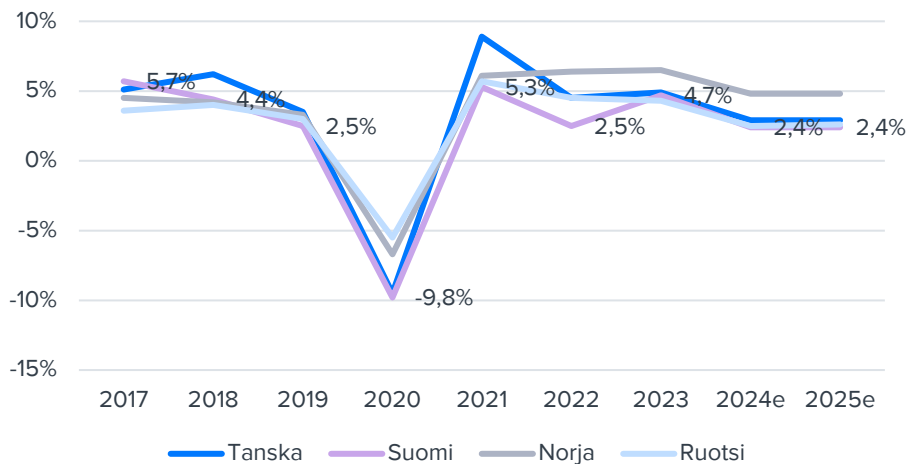
Pohjoismaiset IT-markkinat - Palvelut, ohjelmistot ja laitteet, miljardia euroa



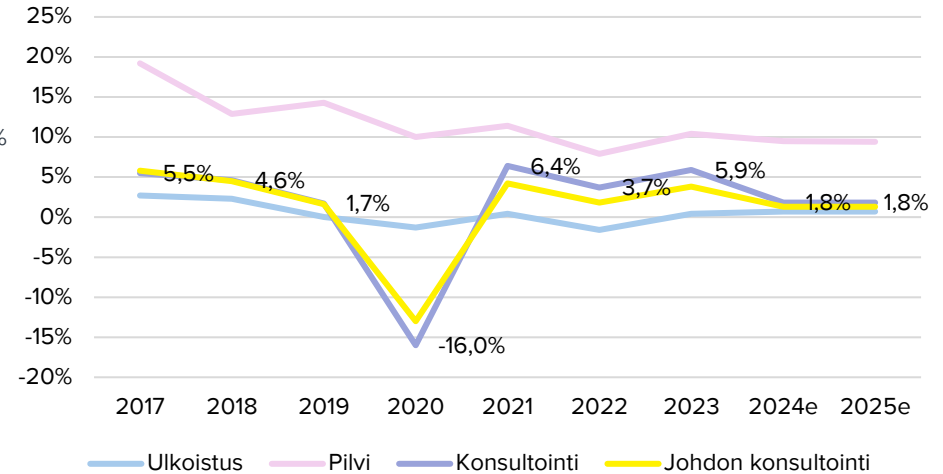
Suomen IT-palvelumarkkina palveluittain, miljardia euroa



Pohjoismaiset IT-palvelumarkkinat, muutos-%



Suomen IT-palvelumarkkina palveluittain, muutos-%



IT-palvelumarkkina 3/9

Tämä trendi on vastaavasti palauttanut kilpailuetua perinteisemmille toimijoille, kun taas monet, pääasiassa osajahankinnalla menestyneet digipalveluiden kehittäjät ovat joutuneet arvioimaan strategioitaan uudelleen.

Asiakasorganisaatioiden digitaalisen maturiteetin kasvun myötä niistä on tullut myös vaativampia ostajia ja lisäksi ne ovat itse aktivoituneet rakentamaan omia ohjelmistokehitystiimejä.

IT-palvelumarkkina onkin käynyt läpi merkittävän muutoksen viimeisen kymmenen vuoden aikana. Seuraavan kymmenen vuoden aikana markkinan muutosnopeus kiihtyy entisestään ja teknologian kompleksisuuden sekä nopean kehityksen takia muutosten ennustamisesta tulee yhtiöille vaikeampaa. Siten mielestämme sektorin yhtiöiden reagointi- ja muutoskyky kilpailuetuna korostuu.

Markkinassa kolme erilaista aluetta

Olemme jakaneet IT-palvelumarkkinan kolmeen eri osioon seuraavasti:

Uusien digitaalisten palveluiden markkina, joka käsittää uusien digitaalisten palveluiden kehityksen (design, räätälöity ohjelmistokehitys jne). Tämä on ollut markkinan voimakkaimmin kasvava osa-alue, joka on käytännössä syntynyt vasta 2010-luvulla. Nimekkäitä toimijoita markkinalla ovat muun muassa Reaktor, Futurice, Nitor, Siili, Vincit ja Gofore, minkä lisäksi suuret IT-generalistit ovat lähteneet panostamaan tälle alueelle. Markkinalle on ominaista matala alalle tulon kynnyks.

IT-taustajärjestelmien ja yritysohjelmistojen markkina, joka käsittää laajasti ERP:n ja siihen liitännäiset järjestelmät kattaen pääasiassa valmisohjelmistojen toimituksen, räätälöinnin, integraation ja ylläpidon. Tällä markkinalla

Suomessa tunnettuja toimijoita ovat esimerkiksi Innofactor, Enfo, Solteq, Digia, Sofigate, Fellowmind, Vincit (Bilot-fuusion jälkeen) sekä erityisesti IT-generalistit, kuten Tietoevry ja CGI. Tällä alueella markkinan kasvu on ollut hidasta ja ominaista on korkea alalle tulon kynnyks. Vanhojen järjestelmien modernisoituminen ja monien uusien ohjelmistojen vahva kasvu on kuitenkin myös luonut markkinalle nopeasti kasvavia alueita.

IT-alustojen markkina, joka kattaa pääasiassa infrastruktuuripalvelut (paikallinen, hybridi ja pilvi) sekä ICT-ulkoistuksen. Tämä markkina on ollut lähinnä generalistien (kuten Tietoevry, Fujitsu) vahvuus ja alalle tulon kynnyks korkea, koska markkina on edellyttänyt skaalaetuja ja investointeja. Pilvimurroksen myötä markkinalla on kuitenkin käynnissä uusjako, mikä on synnyttänyt uusia nopeasti kasvavia toimijoita (kuten Nordcloud) ja apajilla ovat myös monet keskisuuret IT-konsultit (kuten Gofore, Siili ja Enfo). Tällä markkinalla on nopeasti hiipuvia (paikallinen infra) ja rajusti kasvavia alueita (pilvialustat).

Näiden kolmen markkinan läpi leikkaavia palvelualueita ovat muun muassa data ja analytiikka, tekoäly (merkitys kasvava), integraatio, tietoturva sekä ohjelmistorobotiikka. Solteqilla on vahva data ja analytiikka osaaminen sekä integraatio osaamista valituissa ratkaisualueissa. Uusien digitaalisten palveluiden kehitykselle ominaista ovat matalat alalle tulon kynnykset, kun taas taustajärjestelmä-osaamista on vaikeampi hankkia.

Pidemmän aikaa jo näkyvin trendi markkinalla on ollut IT-talojen pyrkimys päästä kiinni asiakkuuksiin jo hankkeiden suunnitteluvaiheessa, sillä yhden suunnittelutyötunnin myynti on tarkoittanut moninkertaista määrää ohjelmistokehitystuntien

myyntiä. Monet toimijat pyrkivät vahvempaan asemaan arvoketjussa vahvistamalla neuvonantopalveluiden osaamista, jolloin IT-toimittaja ennemminkin johtaa hankkeita ja resursseja kuin pelkästään toimittaa niitä. Näin toimittajat pääsevät syvemmälle asiakkaaseen ja strategiseksi kumppaniksi. Tämä vaati kuitenkin aikaa. Suuntaus on näkynyt markkinalla lukuisina yrityskauppoina. Lisäksi monet IT-konsultit pyrkivät laajentumaan strategiatason konsultointiin, joskin vaihtelevalla menestyksellä.

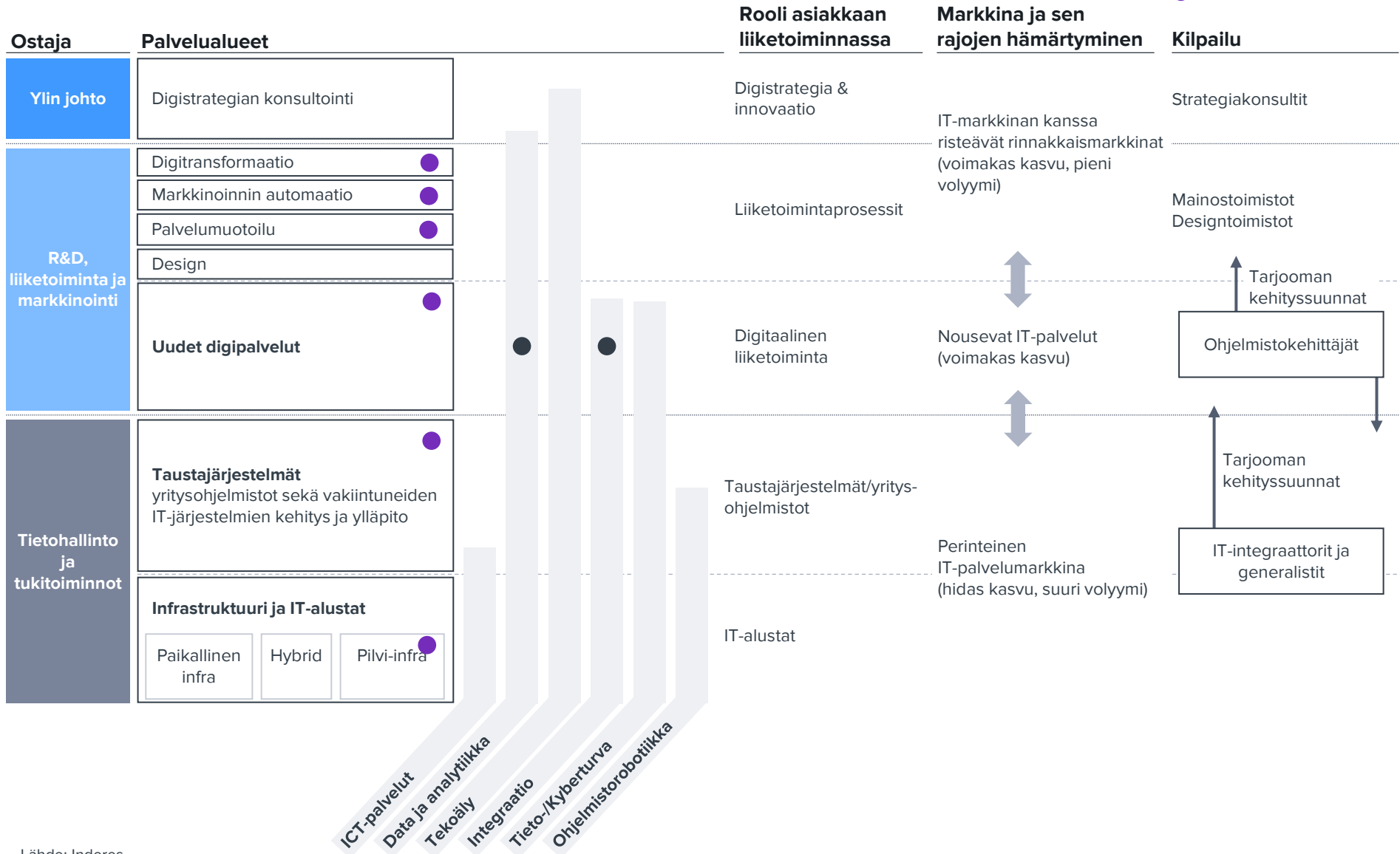
Selkeä suuntaus sektorin toimijoilla on myös elinkaariajattelu, sillä monet uudet toimijat pyrkivät nyt rakentamaan kyvykkyyden tarjota ohjelmistoylläpitoa. Lisäksi asiakkaiden ostaminen jatkaa siirtymää ohjelmistokehitysprojekteista kohti jatkuvaa ohjelmistokehitystä, mikä muuttaa markkinan luonnetta. Tämä trendi on vahvistunut viimeaikoina, kun toimittajia on keskitetty, jolloin vahvat osaamiset ja asiakassuhteet, kattava palvelutarjooma ja ylläpitovahvuus nousevat esiin.

Yhteistä kaikkien keskisuurten ja suurten toimijoiden strategioille on myös pyrkimys liiketoimintakriittisemmän kumppanin asemaan asiakkaissa ja viime vuosina toimialafokukset. Pienten ohjelmistokehittäjien osaaminen ja tarjonta ei tällöin yksinään ulotu riittävän syvälle asiakkaan IT-järjestelmiin ja prosesseihin. Tämä kehitys voi osaltaan kiihdyttää markkinan konsolidaatiota. Markkinan osoittaessa heikkoutta vahvimmat asiakassuhteet omistavat yhtiöt pärjäävät tyypillisesti parhaiten, kuten viime vuosina on nähty. Näemmekin Suomen IT-palvelumarkkinan kehittyvän vahvemmin suuntaan, jossa perinteisten ja uusien toimijoiden tiet risteävät ja raja uuden ja perinteisen IT:n välillä jatkaa hämärtymistään.

IT-palvelumarkkinan jakautuminen

Solteqin tarjonta

- Ydinsaamisalue
- Osaamisalue



IT-palvelumarkkina 4/9

Taustajärjestelmäosaaminen tekee paluuta ja niihin liittyvää dataa tulee osata hyödyntää

IT-markkinan kovin kysyntä on jo vuosia ollut uusien digitaalisten palveluiden kehittämisessä.

Näkemyksemme mukaan markkinalla ollaan kuitenkin siirrytty viime vuosina vaiheeseen, jossa uusia digitaalisia palveluita ja nyt erityisesti niihin liittyvää dataa tulee pystyä integroimaan yhä tiiviimmin asiakkaan taustajärjestelmiin. Näin uusista ratkaisuista saadaan täysi liiketoiminnallinen hyöty irti.

Taustajärjestelmissä asiakkailla on samalla kasvava tarve modernisoida järjestelmiä, koska vanha toiminnanohjausjärjestelmä saattaa toimia jarruna digitalisaatoratkaisujen kehitykselle. Siten pitkään hitaasta kasvusta kärsineen toiminnanohjausjärjestelmien markkinan luonne muuttuu ja markkinalla on selkeää piristymistä. Myös integraatio- ja dataosaamisen merkitys korostuu. Tämä kehitys on tarjonnut Solteqin näkökulmasta kasvumahdollisuuden ja asemoinin yhtiön kiinnostavaan asemaan markkinoilla, sillä yhtiön taustajärjestelmä ja integraatio-osaaminen erityisesti energia-alalla ja kaupan alalla on vahva.

Taustajärjestelmissä ja ylläpidossa kilpailukenttä on huomattavasti vakiintuneempi, alalle tulon kynns korkeampi ja asiakassuhteet pitkäkestoisia. Lisäksi taustajärjestelmiin vaadittavien kyvykkyyksien rakentaminen on vaikeaa. Tämä suuntaus elinkaariajatteluun on puhtaiden digipalveluiden kehittäjien yksi haaste kilpailussa generalisteja ja Solteqia vastaan.

Trendit organisaatioiden IT-ostamisessa

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

Tekoölyosaamisen (AI) markkina on ollut nopeassa

kasvussa viime vuodet. Viimeaikoina markkina on ottanut nopeita harppauksia mm. generatiivisen tekoölyn hyvin nopean kehityksen kautta ja lähes kaikki toimijat pyrkivät hyödyntämään tekoölyä. Ensimmäisessä aallossa tuottavuus paranee (tekoölyavusteista kehitystä), mutta epävarmaa on vielä se, miten hyöty jakautuu toimittajan ja asiakkaan välillä. Toisessa aallossa tulevat uudet liiketoimintamahdollisuudet. Tekoölyprojekteja tehdään jo, mutta volyymi on vielä pientä ja suuri osa ei mene tuotantoon. Tulevina vuosina tulee tarkentumaan, mihin tekoöly vaikuttaa ja mihin ei. Kokonaisuudessaan vaikutus tulee todennäköisesti kuitenkin olemaan merkittävä useamman vuoden tähtäimellä. Kestävää selvää kilpailuetua tekoölyllä on IT-palvelutoimittajan arviomme mukaan vaikeaa luoda normaalissa kehityksessä ja mahdolliset erot tasoittuvat ajan myötä. Nähdäksemme kuitenkin ne yhtiöt, jotka kykenevät rekrytoimaan kovia tekoölyosaajia ja profiloitumaan tällä sektorilla aikaisessa vaiheessa voivat luoda itselleen kilpailuetua.

Data ja analytiikka on yksi markkinan kuumimmista trendeistä. Datasta on tullut yhä useammalla toimialalla strateginen kilpailutekijä ja edellytys tekoölyratkaisuille. Useat toimijat ovat viime vuosina nostaneet sen keskiöön strategioissaan. Haasteena asiakkailla on yhdistää data siiloutuneesta tietohallinnosta läpi koko organisaation markkinointiin ja liiketoimintajohtoon. Voittajia ovat IT-yhtiöt, joilla on yhdistettynä analytiikan, tekoölyn ja liiketoiminnan ymmärrystä.

Tietoturva on vielä suhteellisen pieni osa IT-palvelutoimittajien tarjoamisessa, mutta se on datan tavoin nousemassa yhä vahvemmaksi kilpailutekijäksi. Tekoölyn kehitys antaa myötäluulta myös tietoturvan kysynnälle. Ostajat keskittyvät yhä enemmän tietoturvaan ja tämän osaamisen

puuttuminen on toimittajalle selkeä maineriski. Geopoliittinen tilanne on entisestään lisännyt kysyntää. Useat sektorin yhtiöt ovat investoineet ja investoivat tietoturvakyvykkyyksiinsä, mutta toivottu kysyntä ei ole realisoitunut ja laskutusasteet ovat laajalti vielä matalat.

Automaatio ja ohjelmistorobotiikka ovat myös nousemassa palvelualueina tärkeämpään rooliin. Automaatio mahdollistaa tuottavuuden parantamisen, joustavuuden, skaalautuvuuden ja paremman laadun sekä asiakaskokemuksen ilman suuria ja kalliita järjestelmähankkeita. Useat sektorin yhtiöt ovat kehittäneet tai hankkineet tätä osaamista (mm. Digital Workforce on alan pioneeri).

Toimittajia keskitetään: Tässä vahvoilla ovat pitkäaikaiset strategiset kumppanit, toimialaosaamista omaavat yhtiöt, kriittisen osaamisen vahvat tekijät ja ne, joilla on laaja palvelutarjooma. Voittajat saavat siis jatkossa suuremman osan asiakkaan ostoista. Häviäjiä ovat toimittajat jotka tekevät vähemmän kriittisiä toimintoja, pienet toimittajat sekä alihankkijat. Keskittäminen aiheuttaa myös nähdäksemme hintapainetta ainakin lyhyellä aikavälillä, mutta keskittämisen voittajilla volyymit nousevat.

Toimialafokus on noussut useamman yhtiön strategian keskiöön viime vuosina. Tämä on siten luonnollista, että se rakentuu tyypillisesti jo olemassa olevien toimialojen ympärille, jossa yhtiöillä on kilpailuetuja. Vahva toimialaosaaminen helpottaa myös yhtiön nousemista asiakkaan strategiseksi kumppaniksi. Tämä korostuu, kun rajuinta kilpailua ei käydä osaajista, jolloin asiakkaiden vaatimustaso konsulteille nousee. Solteqilla on ollut lähes koko historian tarkka toimialafokus.

IT-palvelumarkkina 5/9

Low-code- ja No-Code-ohjelmistokehitys on tullut viime vuosina yhä yleisemmäksi. Kehityksen voi ajatella osin disruptoivan perinteistä ”helpompaa” ohjelmistokehitystä, kun ohjelmistokehitystä voidaan tehdä pienellä koodimäärällä tai kokonaan ilman. Osaltaan se on teknologian kehitystä, mihin yhtiöiden on sopeuduttava ja opittava hyödyntämään, mikä mahdollistaa ajankäytön haastavampien ja parempien ratkaisujen kehittämiseen.

Alihankintaverkoston rakentaminen on yksi viime vuosien selkeitä trendejä. Tällä yhtiöt paikkaavat osin rekryointitarvetta ja lisäävät joustavuutta.

Near-shore kyvykkyyksien rakentaminen on ollut yksi selkeä viime vuosien trendi. Koronan myötä etätyönteko on mahdollistanut tämän entistä laajemmin. Kustannustaso (palkat) nearshore maissa on kuitenkin myös kasvanut, mutta on yhä Pohjoismaita jäljessä, ja on yksi keino osaajapulan ratkomiseen.

In-house trendi on jatkanut kasvuaan yritysten digitaalisen maturiteetin kasvaessa. Digitaalisesti kyvykkäät asiakkaat haluavat itse johtaa ja pitää käsissään niiden arvonluonnin kannalta liiketoimintakriittisten IT-järjestelmien kehityksen.

Käyttäjakeskeisyyden ja asiakaskokemuksen nousu jatkuu. Tärkeitä alueita ovat esimerkiksi digitaalinen palvelumuotoilu, design ja asiakaskokemus. Osaaminen näillä alueilla nousee tärkeämmäksi kilpailutekijäksi IT-toimittajaa valitessa. Hyötyjiä ovat olleet luovat ja design-keskeiset toimijat.

Monien hype-termien volyymit jääneet vielä pieniksi, mutta tilanne voi muuttua. Näkyvimpiin termeihin liittyvien palveluiden (VR, AR, IoT jne.)

volyymi on vielä pientä sektorin tasolla. Näistä kuitenkin muodostunee seuraavan viiden vuoden tähtäimellä merkittäviä palvelualueita.

Innovatiiviset kehityshankkeet ovat kalliimman rahoituksen myötä vähentyneet dramaattisesti. Nyt tehdään enemmän tarvittavia sekä liiketoimintakriittisiä hankkeita.

Pilvimurros on edelleen trendi, vaikka voimakkain siirtymä alkaa olemaan takanapäin. Asiakkaiden IT-toimintoja viedään edelleen pilveen hyötyjen takia ja siksi, että se on usein edellytys uusille digitaalisille liiketoimintamalleille. Lähes kaikki sen jo taitavat jollain tasolla, mutta parhaiten pärjäävät ne, joilla on vahvaa omaa osaamista pilviteknologioissa. Suurin pilvisiirtymä alkaa olemaan takanapäin Pohjoismaissa ja nyt aletaan siirtymään jatkuvaluonteiseen pilvipalveluun/ylläpitoon.

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

Halvimpien offshore-resurssien merkitys kilpailutekijänä heikentyy, sillä uusia digitaalisia palveluita on vaikea toteuttaa luotettavasti, riittävän nopeasti ja kustannustehokkaasti offshore-resurssilla. Ohjelmistorobotiikka ja tekoäly heikentävät edulliseen työvoimaan pohjautuvaa kilpailuetua. Lisäksi offshore ja erityisesti near-shoren hintaetu on pienentynyt voimakkaamman

palkkainflaation myötä. Häviöjiä ovat toimijat, joiden kilpailukyky on perustunut offshore kustannustehokkuuteen. Hintaetua kuitenkin on edelleen. Hyötyjiä ovat toimijat, jotka pystyvät yhdistämään paikallisen läsnäolon ja saavuttamaan riittävän kustannustehokkuuden nearshore-/offshore-resurssilla.

Suuria, monivuotisia korkean riskin ERP-käyttöönottoprojekteja (SAP, Oracle, IBM) ei tehdä samassa laajuudessa ja markkinan luonne on muuttunut. Vakiintuneet ERP-järjestelmät eivät poistu asiakkailta, mutta ne jäävät ylläpitotilaan olemassa olevien IT-toimittajien hoitoon ja niitä viedään pilveen. ERP-järjestelmien modernisointiin investoidaan, jotta ne eivät olisi pullonkaulana digitalisaatiohankkeille. Häviöjiä ovat suurista projekteista riippuvaiset generalistit. Hyötyjiä ovat pienemmät toimijat, joilla on integraatio-osaamista.

Liiketoimintalähtöisen ostamisen yleistyessä ja myös tekoälyn myötä IT-yhtiöt etsivät uusia arvontuottoon pohjautuvia ja skaalautuvampia hinnoittelumalleja saadakseen irrotettua liiketoimintamallinsa heikosti skaalautuvasta asiantuntijaresurssien myynnistä. Tämä on kuitenkin historiallisesti ollut vaikeaa.

IT-budjettien omistus asiakkailla hämärtyy ja siirtyy CIO-roolista yhä enemmän liiketoimintajohtajien ja markkinoinnin rooliin. Hyötyjiä ovat asiakkaan liiketoimintaa ja toimialaa ymmärtävät toimijat.

IT-palvelumarkkina 6/9

Osaajapula, palkkainflaatio ja asiakashinnat ovat pähkinä ratkottavaksi sektorilla

Näkemyksemme mukaan krooninen osaajapula ja asiakashintojen nousua voimakkaampi palkkainflaatio on yksi sektorin keskipitkän ja pitkän aikavälin keskeisistä haasteista. Tehokkuutta jatkuvasti parantamalla tämän yhtälön ratkominen käy ajan myötä yhä vaikeammaksi. Erityisesti senioritason päässä on kyettävä erottautumaan muilla kuin palkkaan liittyvillä tekijöillä. Tällaisina tekijöinä pidämme muun muassa mielenkiintoisia asiakasprojekteja ja oman urakehityksen kannalta hyvää työympäristöä. Osaajista on myös kyettävä pitämään kiinni ja henkilöstön vaihtuvuus minimoimaan. Osaajapulaa ollaan sektorilla ratkottu lisäämällä ja rakentamalla alihankintaverkostoja. Nyt lyhyellä aikavälillä osaajista ei ole pulaa, vaan niitä on hyvin saatavilla vuosina 2022-24. Markkinatilanteen ja kysynnän jälleen normalisoituessa odotamme osaajapulan jälleen palautuvan, mutta ei yhtä rajuna kuin aiemmin, ainakaan keskipitkällä aikavälillä. Odotamme osaajapulan olevan jatkossa aiempaa palvelualuekohtaisempaa (esim. nyt kokeneet tekoälyosaajat).

Palkkainflaatio on eri yhtiöiden kanssa käymiemme keskusteluiden perusteella ollut vuosina 2020-2023 2-6 % välillä osaamispainotuksesta riippuen. Vuonna 2024 Tietoevry odottaa palkkainflaation olevan keskimäärin 4,5 % (2023 5 %), mutta sitä ajaa off-shore maiden korkeampi palkkainflaatio ja näin se on pohjoismaissa matalampaa. Goforen palkkainflaatio oli vuonna 2023 3,6 % ja Q1-Q3'24:llä 0,6 % (2022 2,9 % ja 2021 6,1 %). IT-palvelusektorilta Goforella, Siilillä ja Innofactorilla on

omat työehtosopimukset, jotka osin hillitsevät palkkainflaatiota. Vastaavasti Goforen asiakashinnat nousivat 3,5 % vuonna 2023, kompensoiden hyvin kulujen nousua (2022: 3,5 %), mutta laskivat Q1-Q3'24:llä 0,2 %. Lyhyemmällä aikavälillä hidastunut kysyntätilanne hillitsee palkkainflaatiota, kun heikossa talousympäristössä vaihtuvuus tyypillisesti pienenee, mutta samanaikaisesti viime vuosien korkea inflaatio aiheuttaa lisäpainetta palkankorotuksille. Osittain tätä pyritään hillitsemään maantieteellisesti halvempaa työvoimaa käyttäen, mikä ei kuitenkaan pitkällä tähtäimellä ole kestävä ratkaisu ongelmaan.

Asiakashintojen kehitys on vuosien ajan ollut sektorien kommenttien perusteella 0-2 % ja näin ollen selvästi palkkainflaatiota maltillisempaa. Viimeisen vuoden aikana asiakashinnat ovat kuitenkin laskeneet, joillain tarjooma-alueilla jopa selvästi, mikä luo selvää painetta kannattavuuteen. Asiakashintojen paine on tällä hetkellä selkein näkemämme riski sektorilla. Henkilöstökulut vastaavat sektorilla karkeasti noin 2/3-osaa kuluista ja vertailu palkkainflaation kanssa ei täten mene yksi yhteen, mutta efekti on negatiivinen lähes kaikilla sektorin toimijoilla. Peukalosääntönä asiakashinnat ovat korkeammat yksityisellä sektorilla, kun taas julkisen sektorin sopimukset ovat perinteisesti pitkiä ja tarjoavat sitä kautta jatkuvuutta sekä ennustettavuutta, mikä mahdollistaa laskutusasteiden paremman hallinnan.

Keskipitkällä ja pitkällä aikavälillä, kun kilpaillaan jälleen osaajista, junioriresurssien laajempi käyttö ratkaisisi osaajapulaa, helpottaisi palkkainflaatiota ja lisäksi tehokkuutta. Nearshorea on myös käytetty ratkaisuna osaajapulaan ja hillitsemään

palkkainflaatiota, kun markkina oli kuuma. Keskipitkällä ja pitkällä aikavälillä voittajia ovat myös ne jotka pystyvät tuottamaan asiakkaalle lisäarvoa ja sitä kautta myös nostamaan asiakashintoja.

Markkinan tulevilta voittajilta odottamamme piirteet

IT-markkinan selkeimpiä voittajia viimeisen kymmenen vuoden aikana ovat olleet uusien digipalveluiden kehitykseen erikoistuneet yhtiöt, jotka ovat menestyneet etenkin osaajakilpailussa. Nyt digipalveluiden markkina on saavuttanut selkeästi kypsemmän vaiheen ja seuraava taistelu käydään vahvasti myös asiakkaista, kun aikaisemmin taisteltiin suurelta osin osaajista. Näkemyksemme mukaan sektorin menestystekijät muuttuvat ja voittajia seuraavan viiden vuoden aikana ovat:

Vahvojen asiakkuuksien omistajat, joilla on strategisen kumppanin rooli asiakkaissa, toimialaosaamista, vahva myyntikoneisto ja kyky johtaa laajoja IT-hankkeita sekä skaalata toimintaa vahvan alihankkijaverkoston kautta. Alihankkijan roolissa olevat pienet toimijat, jotka ovat pääasiassa keskittyneet asiakkaitaan enemmän osaajakilpailuun, ovat heikoilla talouden syklin heikentyessä.

Yritykset, joilla on vahvaa integraatio- ja taustajärjestelmäosaamista sekä kyvykkyys ylläpitoon ja jatkuviin palveluihin. Ylläpidossa vahvat toimijat ovat vahvoilla myös markkinan heikentyessä. Tämä on monen keskisuuren digipalveluiden kehittäjän heikkous, mutta Solteqilla on nämä kyvykkyudet.

IT-palvelumarkkina 7/9

Jatkuvaan uudistumiseen kykenevät yhtiöt. IT-palvelumarkkina on jatkuvan teknologisen muutoksen keskellä. Muutoksiin reagoiminen ja niiden ennakkoon tunnistaminen on oman menestymisen kannalta kriittistä. Teknologian kiihtyvässä muutosvauhdissa myös osaajien muutoksyvykyys nousee avainrooliin. Tässä uudistumisharjoituksessa epäonnistuminen vaikuttaisi suoraan nykyisiin asiakassuhteisiin, uusien asiakkaiden hankkimiseen, suhteelliseen kilpailuasemaan ja siten pidemmän aikavälin arvonluontikykyyn. Mielestämme sektorilla kestävä kilpailukyvyyn onkin rakennuttava jatkuvan muutoksyvykyuden varaan.

Yritykset, jotka onnistuvat rakentamaan dynaamisen organisaatiomallin, joka pystyy reagoimaan ketterästi ja nopeasti kehittyvään markkinaan. Monet sektorin yhtiöt kärsivät tehostamisesta, huonosti joustavista, hierarkkisista ja siiloutuneista organisaatorakenteista, jolloin uudistuminen on vaikeaa markkinan muuttuessa.

Datasta ja analytiikasta on tullut yhä kriittisempi osa toimitusta ja keino luoda lisäarvoa asiakkaalle ja kilpailukykyä toimittajalle. Palvelualueen rooli on jo nyt tärkeä, mutta se on nousemassa yhä tärkeämmäksi ja mahdollistaa myös tekoälyn ja koneoppimisen laajemman ja tehokkaamman käytön.

Yritykset, jotka pystyvät vahvemmin yhdistämään myös junioriresurssit, pystyvät arviomme mukaan kasvamaan vahvemmin ja kannattavammin. Tästä hyvä esimerkki on tanskalainen IT-palveluyhtiö Netcompany. Osittain junioriresurssien laajempi käyttö Suomessa vaatii

muutosta myös ostajissa (ts. pois CV-mallista ratkaisustamiseen).

Yrityskaupat ja konsolidaatio sektorilla jatkuvat

IT-palvelusektorin konsolidaatio oli aktiivista läpi viime vuosikymmenen. Koronan myötä yritysjärjestelymarkkina viileni ja parani hetkeksi koronan helpotettua. Geopoliittisten riskien ja korkojen nousua se jälleen viileni ja on edelleen melko kylmänä. Monet sektorin yhtiöt olisivat arviomme mukaan kuitenkin halunneet jatkaa aktiivisemmin myös epäorganista kasvua ja saada vahvat taseet tuottavaan työhön. Ostajien ja myyjien näkemyserot ovat kuitenkin olleet liian kaukana toisistaan.

Isossa kuvassa pääosalla sektorin yhtiöistä kiinnostus yritysjärjestelyihin on suuri. Konsolidaatiota ajaa halu osaamisportfolion laajentamiseen, maantieteelliseen laajentumiseen, asiakashankintaan ja puhtaasti toimituskapasiteetin kasvattamiseen.

Näkemyksemme mukaan pääosalla sektorin yhtiöistä ei kuitenkaan ole kriittistä tarvetta yritysostoille, vaan tarvetta ajavat muut asiat, kuten strategiset tavoitteet. Pelkästään kasvu on verrattain huono syy yritysostoille, ja suurin hyöty tulee näkemyksemme mukaan osaamisportfolion laajentamisen myötä, mikä vahvistaa kilpailukykyä sekä tuottaa liikevaihtosynergioita.

Nykyisessä markkinatilanteessa, jossa osaajia pystytään hyvin rekrytoimaan, on erityisen tärkeää saada muita selkeitä synergiaelementtejä. Yritystoston onnistumiseksi on tärkeää, että strategiat ja kulttuurit sopivat yhteen.

Kilpailukyvyyn lähteet markkinalla

- Nyt erityisen tärkeitä ovat vahvat myynti- ja asiakaspalvelukyvykkyudet kilpailun siirryttyä jälleen vahvasti osaajista asiakkaisiin
- Jatkuva uudistumiskyky
- Kyky rekrytoida keskipitkällä ja pitkällä aikavälillä
- Elinkaaritarjoama
- Kuumat osaamisalueet:
 - Tekoäly
 - Transformaatiokyvykyys
 - Datan hyödyntäminen
 - Tietoturva
- Ketteryyt ja nopeus
- Osaajien kyvykkyudet (CV)

Lisäarvo markkinalla

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

IT-palvelumarkkina 8/9

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

Näkemyksemme mukaan velkavivun käyttö yritysostoissa on edelleen hyvä vaihtoehto, vaikka korkotaso on noussut nollakorkoajoista, kun huomioidaan vahvat taseet ja yhtiöiden vahva kassavirta. Maltillinen velkavipu parantaisi myös oman pääoman tehokkuutta.

Pääomasijoittajat ovat myös edelleen aktiivisia ja rakentavat IT-osaajataloja. Muutama vuosi sitten Triton osti Ruotsissa listatun HiQ:n. Lisäksi useat pääomasijoittajat ovat jatkaneet pienempien IT-palveluyhtiöiden konsolidointia. Viimeisenä suurempana transaktion CapManin rahasto ja Innofactorin toimitusjohtaja ostivat yhtiön ulos

pörssistä.

Digipalveluiden kehityksen markkinan siirtyessä nyt kypsempään vaiheeseen ja IT-markkinan eri osa-alueiden yhdentyessä on laajempi konsolidaatio todennäköistä, kuten Tiedon ja EVRYn sekä KnowITn ja Cybercomin fuusiossa nähtiin. Kiinnostava skenaario voisi olla kahden keskimarkkinan toimijan yhdistäminen vahvemmassi haastamaan suuria generalisteja, kuten Bilotin ja Vincitin fuusio. Pidämme tätä hyvin mahdollisena vaihtoehtona. Näkemyksemme mukaan yhdistymisessä tulisi olla selkeitä liikevaihtosynergioita ja kilpailuetua vahvistavia tekijöitä. Suomen markkinassa on näkemyksemme mukaan listaamattomia toimijoita, joiden osaamispainotus, maantieteellinen läsnäolo ja asiakasportfolio sopisivat yhteen listattujen toimijoiden kanssa. Selkeitä osaamisalueita, joita on viime vuosina hankittu tarjoaman vahvistamiseksi ovat neuvonanto, transformaatiojohtaminen, data ja analytiikka sekä robotiikkaa hyödyntävä automaatio-osaaminen. Kyberturvaosaamista haluttaisiin, mutta ostokohteiden arvostukset

rajoittavat arviomme mukaan transaktioita. Esimerkiksi DNV osti Nixun noin 1,5-1,6x EV/S-kertoimella, mikä on korkea taso nykyisessä heikentyneessä markkinassa ja nykyisellä korkotasolla. Viimeisimpänä yritysostona Siili hankki integraatio-osaamista. Järjestelyjä on tehty myös toimituskapasiteetin takia, mutta etenkin tällä hetkellä, rekrytointimarkkinan ollessa helpompi, järjestelyjen toteuttaminen pelkän kapasiteetin vuoksi on vaikeata perustella.

Solteqin seuraavan 10 vuoden arvonluonnin kannalta olennaista on kuitenkin tuoteliiketoiminnassa ja erityisesti Utilitiesissa onnistuminen, vaikka yhtiö on historiassa toteuttanut hyvin monta yritysjärjestelyä (18 yritysjärjestelyä 2012-lähtien). Pidämme pienempiä divestointeja todennäköisimpänä. Yritysostoihin vaaditaan ensiksi tuloskäännettä sekä kassavirran ja taseen vahvistumista.

	Digia	Gofore	Innofactor	Lohde	Netum	Siili	Solteq	Tietoevry	Vincit	Digital Workforce	Witted
Kiinnostus järjestelyihin	4	4	3	4	3	4	4	4	5	5	4
Tarve järjestelyille	2	2	2	2	2	3	3*	2*	2	4	2
Tase mahdollistaa yritysostot	3	5	2	4	2	3	1	3	5	5	3
Kiinnostava ostokohde	3	3	3	2	3	2	4	1	4	5	2

1=matalin, 5=korkein. *Yritysmuunnolle suurempi kiinnostus

Lähde: Inderes arvio

IT-palvelumarkkina 9/9

Viimeisten tuloskausien huomiot

Asiakaskysynnän epävarmuus realisoitui laajemmin sektorilla Q2'23:lla, mutta kehitys on ollut hyvin kaksijakoista, etenkin Q3'24:llä. Yhtiöt, joilla on suuri paino räätälöidyillä ohjelmistokehityksellä ja yksityisellä sektorilla ovat kärsineet suhteellisesti enemmän. Monet yhtiöt reagoivat muutokseen viime vuonna muutosneuvotteluihin ja kuluja karsimalla. Q3'24:lla liikevaihdon lasku jyrkkeni jälleen, mutta kannattavuus parani selvästi heikosta vertailukaudesta. Ennustamme liikevaihdon kääntyvän pieneen 2 %:n kasvuun vuonna 2025 (2024e -2 %).

IT-palvelusektorin yhtiökohtaiset Q3-luvut ovat nähtävissä oikealla taulukosta. Keskeisiä huomioita sektorilta viime neljänneksiltä ovat:

- Orgaaninen kasvu putosi viime vuonna 0 %:iin. Tänä vuonna se kääntyi laskuun ja jyrkkeni Q3:lla -3 %:n laskuun (2022: 10 %).
- Kannattavuus parani selvästi ja odotettua enemmän heikosta vertailukaudesta Q3:lla, kun kulurakenteita sopeutettiin jo H2'23:lla.
- IT-palvelusektorin odotukset vuodelle 2025 Q3-raportin jälkeen ovat luettavissa [tästä](#). Suomen IT-palvelusektorin Q3'24-yhteenveto on luettavissa [tästä](#) ja Q2'24-yhteenveto [tästä](#).

Sektorin lyhyen aikavälin näkymät

IT-palvelusektorin yhtiökohtaiset Q3-raporttien jälkeen päivitetty 2024-25 ennusteet ovat nähtävissä oikealla taulukosta. Keskeisiä huomioita lyhyen aikavälin näkymistä:

- Lyhyellä aikavälillä vaikea markkinatilanne on realisoitunut sektorilla kysynnän hiipumisena

sekä erityisesti hintakilpailuna. Nyt lähes kaikki yhtiöt ovat mukana hintakilpailussa. Näkemyksemme mukaan hintakilpailu ja sen jatkuminen tai kiristyminen on keskeisin riski sektorilla. Koska hintakilpailu on jatkunut pidempään on se uinut sisään tilauskantoihin ja tästä syystä elpyminen tulee olemaan hidasta.

- Nyt pärjäävät yhtiöt, joilla on jatkuvaluonteista liikevaihtoa, syvät ja strategiset asiakassuhteet, ovat julkisella sektorilla, pitkiä sopimuksia, toiminnanohjaustekemistä. Eli yleisesti pärjäävät ne, jotka tekevät asiakkaiden liiketoimintakriittisiä ratkaisuja. Heikommin taas pärjäävät yhtiöt, joilla on yksityisellä sektorilla ja räätälöidyillä ohjelmistokehityksellä suuri paino. Tämä kahtiajakoisuus näkyi Q3'24:lla kasvussa, mutta etenkin kannattavuudessa.
- Isossa kuvassa voidaan edelleen todeta, että kilpailua käydään asiakkaista eikä tekijöistä.
- Laskeva vaihtuvuus ja asiakaskysynnän epävarmuus on hillinnyt palkkainflaatiota.
- Useiden yhtiöiden kustannussäästöohjelmat tukevat kannattavuuksia vuonna 2024, kuten nähtiin Q3:lla.
- Tekoäly on ollut kuuma puheenaihe, ja osaltaan se kiinnostaa erityisesti tässä markkinatilanteessa, koska sillä on mahdollista saavuttaa asiakkaalle kustannussäästöjä ja tehostaa myös toimittajien työtä. Kokonaisuutena tekoälyllä on kuitenkin toistaiseksi yhä pieni rooli, mutta lähivuosina se avaa uusia kasvumahdollisuuksia. IT-palveluyhtiöiden on arviomme mukaan isossa kuvassa kuitenkin vaikeaa hakea tekoälystä selkeää ja kestävästä kilpailuetua toisiinsa.

	Q3'24	Kasvu, %	Orgaaninen	EBITA-%	EBITA-%
			kasvu, %	oik.	oik.
			Q3'24	Q3'23	
Digia		11 %	5 %	12,5 %	8,3 %
Digital Workforce		10 %	10 %	2,9 %	-1,3 %
Gofore		-4 %	-4 %	11,2 %	11,6 %
Loihde		5 %	6 %	4,0 %	4,1 %
Netum		18 %	4 %	14,5 %	8,2 %
Siili		-11 %	-11 %	2,9 %	4,8 %
Solteq		-7 %	-7 %	5,4 %	-5,5 %
Tietoevry		-1 %	-1 %	13,5 %	13,0 %
Vincit		-15 %	-15 %	4,4 %	5,9 %
Witted		-16 %	-17 %	2,1 %	-2,0 %
Suomalaiset keskiarvo		-1,0 %	-3,0 %	7,3 %	4,7 %
Suomalaiset mediaani		-3 %	-2,7 %	4,9 %	5,4 %

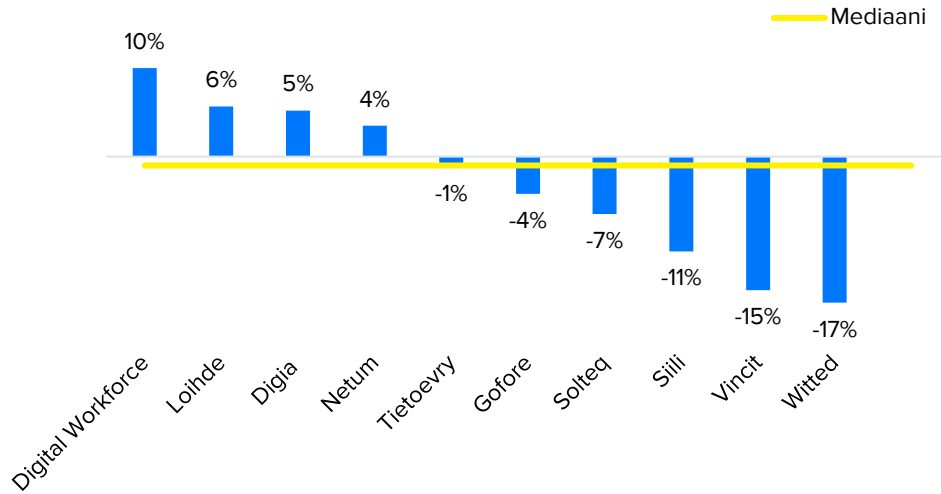
Lähde: Yhtiöt ja Inderes

	2025e (Q3-raportin jälkeen)			2024e	
	Kasvu, %	Orgaaninen kasvu, %	EBIT-% oik.	Org. kasvu, %	EBIT-% oik.
Digia	3 %	3 %	10,4 %	2,5 %	10,5 %
Digital Workforce	13 %	13 %	7,2 %	9,8 %	3,1 %
Gofore*	4 %	4 %	13,4 %	-3,0 %	13,2 %
Innofactor	3 %	3 %	6,9 %	-1,1 %	6,1 %
Loihde	3 %	3 %	4,0 %	2,0 %	2,6 %
Netum	16 %	4 %	10,9 %	2,6 %	10,4 %
Siili	-1 %	-1 %	4,2 %	-10,3 %	4,1 %
Solteq	-1 %	-1 %	5,6 %	-10,2 %	2,2 %
Tietoevry	-1 %	-1 %	12,7 %	-1,8 %	12,5 %
Vincit	-4 %	-4 %	3,7 %	-14,6 %	0,9 %
Witted	1 %	1 %	3,9 %	-16,6 %	2,8 %
Keskiarvo	3,3 %	2,3 %	7,5 %	-3,7 %	6,2 %
Mediaani	2,5 %	2,5 %	6,9 %	-1,8 %	4,1 %

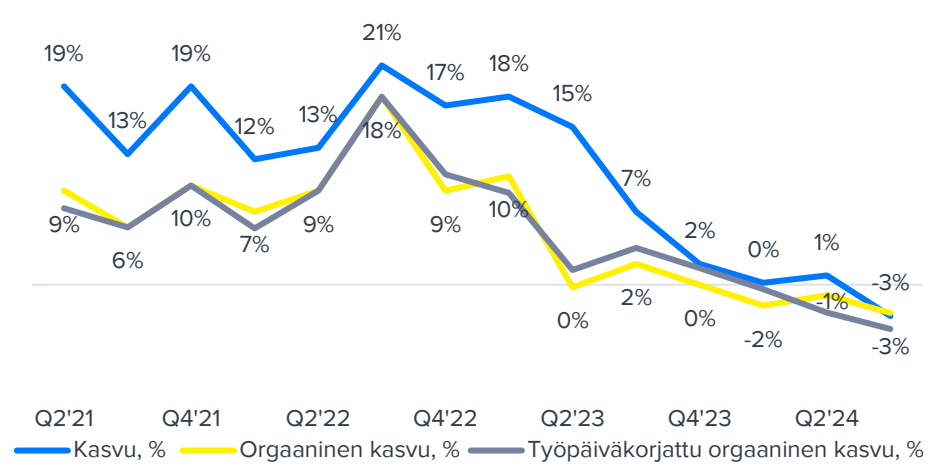
Lähde: Inderes, *päivitetty Q3-raportin jälkeen

Suomalainen IT-palvelumarkkina Q3:lla ja viime vuosina

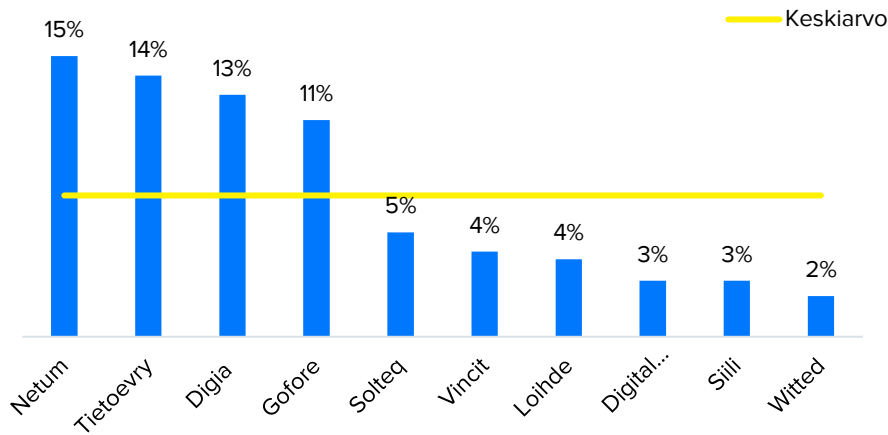
Liikevaihdon orgaaninen kasvu Q3'24



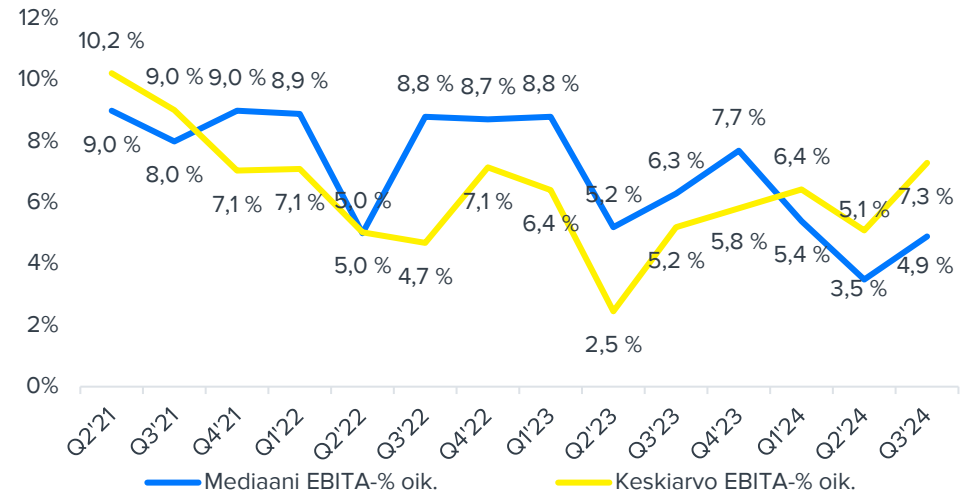
Suomen listattu IT-palvelusektori, liikevaihto



EBITA-% (oik.) Q3'24



Suomen listattu IT-palvelusektori, kannattavuus



Solteqille relevantit asiakasmarkkinat

Solteqille relevantti energiamarkkina

Tutkimusyhtiö Gartner ennusti, että vuoden 2022 aikana Pohjoismaissa energiasektorin ohjelmistoratkaisuihin investoidaan yli 1,3 miljardia euroa ja IT-asiantuntijapalveluihin noin 2,2 miljardia euroa. Investoinnit alan digitalisaatioon jatkavat Gartnerin mukaan kasvuaan Pohjoismaissa ja saavuttavat ohjelmistoratkaisuissa noin 2,3 miljardin euron ja IT-asiantuntijapalveluissa noin 3,2 miljardin euron tason vuonna 2025. Näin markkinan koosta Solteqin kasvu ei jää kiinni. Pohjoismaisella energiasektorilla kysyntää ohjelmistoratkaisuille ja asiantuntijapalveluille kiihdyttävät muutokset toimialan sääntelyssä, siirtyä uusiutuviin energiamuotoihin sekä kehittyvän teknologian luomat mahdollisuudet liiketoiminnan tehostamiselle.

Suomessa Solteqilla on jo hyvä asema. Tanskassa pientä ja Ruotsissa ei ole liiketoimintaa. Kansainvälinen laajentuminen tulee alkamaan Tanskasta ja mahdollisesti myöhemmin Ruotsista ja Norjasta. Yhtiön on kuitenkin ensiksi saatava tuote korjattua ja myynti onnistumaan, jotta markkinaosuutta pystytään voittamaan. Tanskan markkinassa on ymmärryksemme mukaan kiinnostusta, mutta ei vielä kysyntää. Tanskan markkinajohtaja KMD on tyydyttänyt markkinan tarvetta ja sinne ei tähän mennessä ymmärryksemme mukaan ole juurikaan ulkopuolisia päässyt. Ruotsin markkina on noin 3 kertaa Suomen markkinaa suurempi, mikä kuvastaa huimaa potentiaalia, jos sinne murtautuminen aikanaan onnistuu.

Suomessa yhtiö onnistui viime ja tänä vuonna

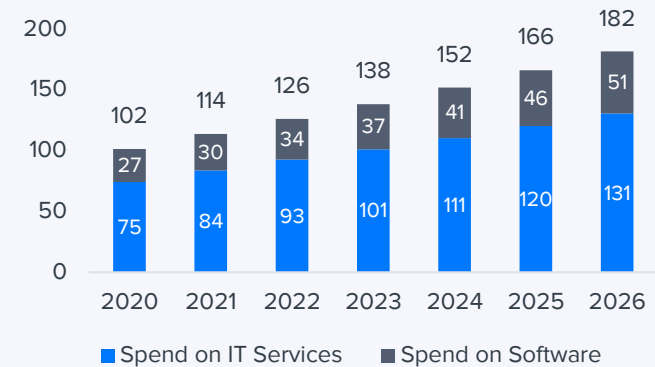
suuressa ja erittäin tärkeässä Helenin toimituksessa, joka on nyt hyvä referenssi yhtiölle. CGI tai Tietoevry eivät ymmärryksemme mukaan onnistunut kyseisessä asiakkuudessa.

Solteqille relevantti vähittäiskauppa- ja palvelusektori

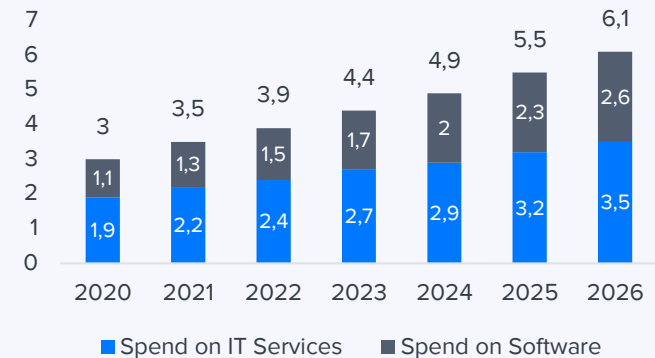
Tutkimusyhtiö Gartner arvioi, että vuoden 2022 aikana pohjoismaisilla vähittäiskauppa- ja palvelusektoreilla investoidaan ohjelmistoratkaisuihin noin 550 MEUR ja IT-asiantuntijapalveluihin noin 1,9 miljardia euroa. Digitaalisen murroksen edetessä ja kuluttajien käyttäytymisen alati muuttuessa investointitarpeet nousevat tutkimusyhtiön mukaan Pohjoismaissa vuoteen 2025 mennessä noin 800 MEUR:on ohjelmistoratkaisuiden ja 2,9 miljardiin euroon IT-asiantuntijapalveluiden osalta.

Suomessa yhtiöllä on pitkän historiansa myötä jo hyvä markkina-asema segmentissä, vaikka kasvupotentiaalia on edelleen selvästi. Tankassa yhtiö sai kaksi vuotta sitten hyvän referenssin POS-tuotteellaan Royal Arenasta, jossa järjestetään jopa 16 500 hengen tapahtumia. Ruotsissa yhtiö toimitti enemmän vuonna 2023 myytyjä LS-retail ratkaisuja, mutta tavoittelee jatkossa POS-ratkaisuperheen myyntiä. Näin uuden liiketoiminnan kasvattaminen siellä voi viedä enemmän aikaa. Vuonna 2025 Solteq odottaa Retail & Commerce -segmentin markkinanäkymien säilyvän kohtalaisina.

Global Retail Spend, Mrd.EUR



Nordic Energy Sector Spend, MEUR



Sektorin yrityskauppoja Pohjoismaissa

Päivämäärä	Ostaja	Kohde	Liikevaihto MEUR	EBITDA MEUR	EBITDA-%	Henkilöstö	EV MEUR	EV/Sales	EV/EBITDA
11/24	Confirma Software	Solteqin Tanskan terveydenhuolto ratkaisut	1,8			15	4,0	2,2x	
11/24	Siili	Integrations Group	2,3	0,4		13			
05/24	Eficode	Jodacus	11,5			45			
09/23	Digia	Top of Minds	10,0	1,4	14 %	63	12,6	1,3x	9,0x
08/23	Eficode	Avoset	9,7			20			
08/23	Witted	Loihde Advisory Ab	1,9	-0,1	~4%	10			
07/23	Netum	Buutti Oy	9,3	1,1	12 %	110	10,0	1,1x	9,1x
04/23	Azets	Solteqin Microsoft ja Retail toimintoja	11,2	1,5	~13 %	60	15-20	1,3x-1,8x	10x-13x
02/23	DNV Group	Nixu	60,2	2,4	4 %	393	98,0	1,6x	41x
01/23	Netum	Studyo	1,3	0,1		14			
01/23	Investcorp International	Eficode Oy	150,0			600			
11/22	Solteq	S2B Energia Oy				10			
11/22	Loihde	Onrego	7,1	0,5	7 %	30	4,3	0,6x	~9x
11/22	Gofore	eMundo	~8	0,8	9 %	96	8,0	~1x	~8x
10/22	Digia	Avalon	2,4	0,4	15 %	24			
10/22	Eficode	Clearvision							
10/22	Siili	Haallas	5,8	0,9	~15%	>50	3,75-9,0	0,6x-1,6x	4x-10x
09/22	Witted	Nexec Oy	12,8	0,7	5,8 %	80	8,3-12	0,7x-0,9x	11x-16x
07/22	Vincit	Bilot (sulautuminen)	30,5	0,6	2,1 %	195			
06/22	Digia	Productivity Leap Oy	5,5	1,2	22 %	35			
06/22	Innofactor	Invenco Oy	6,3	0,4		50	3-7	0,5x-1,1x	8x-19x
06/22	Knowit	Marketing Clinic Oy	10,5			60	8,5-10	1,0x	
05/22	Pinja	Oiwa	2,1			25			
04/22	Digia	MOST Digital	3,0	0,0	0 %	34			
01/22	Gofore	Devecto	10,7	2,0	19 %	130	21-26	2,0x-2,4x	10x-13x
01/22	Solteq	Enerity Solutions Oy	2,2	0,3	~15 %	>20	4,5	2x	15x
11/21	Norvestor	Pinja	40,0			450			
11/21	HiQ	Lamia	8,3	2,7	33 %	90			
10/21	NetCompany	Intrasoft International S.A.	197,0	18,0	9 %	2800	235	1,2x	13,1x
10/21	Netum	Cerion Solutions Oy	3,6	0,5		38	6-7,1	~1,8x	9x
10/21	Bilot	Motley	4,1	0,2		40	5,1	1,2x	26x
09/21	KnowIT	Capacent (johdon konsultointi)				50			
08/21	HiQ	Advicon				25			
08/21	Advania	Visolit				1200			
06/21	Eficode	Contribyte	3,8						
05/21	eCraft (Fellowind)	Project-IT	12,0			30			
05/21	Eficode	Beecom (SUI)	10,0	1,5	15 %	58	10	1,0x	6,7x
05/21	Loihde	Talent Base Oy	7,4	1,1	15 %	58	10	1,4x	9x
05/21	HiQ	Scandio (GER)				100			
05/21	Knowit	Cybercom				1200			13x
04/21	Vincit	Bonsky Digital	2,7	0,2	7 %	30	2,7-3,0	1,0x-1,1x	13x-15x
03/21	TSS	Innofactorin Prime-liiketoiminta	>2			15			
02/21	Aucerna	TietoEVERYn öljy ja kaasun -liiketoiminta	~50			430	155	3,2x	
02/21	Solteq	Partiture Oy	2,4	1,0	40 %	16		1x	2x-3x
02/21	Gofore	CCEA ja Celkee Oy	5,6	1,2	21 %	50		1,1x	5,1x

Lähde: Inderes ja yhtiöt

Kilpailukenttä 1/5

Kilpailijoita kolmessa tasossa

Suomen IT-palvelumarkkinan hajanaista rakennetta mukaillen myös kilpailukenttästä on muodostunut pirstaleinen. Ylätasolla kilpailukenttä voidaan mielestämme jakaa kolmeen kerrokseen.

Ensimmäisessä kerroksessa operoivat suuret kansainväliset IT-generalistit, jotka eri markkinalähteiden mukaan pitävät hallussaan noin vajaan 50 %:n markkinaosuutta. Näitä globaaleja jättejä ovat esimerkiksi Tietoevry, CGI, Fujitsu, Accenture ja Capgemini. Toisessa kerroksessa toimivat yhtiöt ovat puolestaan kokoluokaltaan noin 20-200 MEUR:n liikevaihtoluokassa olevia toimittajia, ja näiden yhteenlasketuksi markkinaosuudeksi on arvioitu noin 30 %. Kolmas kerros ja siten markkinan loppuhäntä kuuluu kooltaan pienemmille ja alle 200 henkeä työllistävillä ratkaisutaloille.

Solteqin kilpailijat

Solteqin kilpailijoita ovat suuret, usein kansainväliset IT-generalistit sekä pienemmät ohjelmistokehitystalot. Generalisteista useimmiten vastaan tulee Fujitsu, CGI ja Tietoevry. Pienemmistä ohjelmistokehitystaloista kilpailijoina on vastassa Vincit, Siili ja Digia, joilla on myös vahva taustajärjestelmä- ja SAP/Microsoft-osaaminen. Lisäksi digitaalisissa ratkaisuissa keskeisiä kilpailijoita ovat mm. Futurice ja Gofore. Joissain pienemmissä tiettyyn teknologiaan erikoistuneissa verkkokaupan ratkaisuissa, pahimmat kilpailijat ovat usein pieniä erikoistuneita toimijoita. Isossa kuvassa Solteqilla ei kuitenkaan ole IT-palveluyhtiölle tyypillistä laajaa

keskikokoisten kilpailijoiden joukkoa, johtuen yhtiön vahvasta kaupan alan painopisteestä. Riippuen tuotealueesta ja asiakkaan kokoluokasta yhtiö kilpailee pienten erikoistuneiden toimijoiden kanssa tai kansainvälisten IT-generalistien kanssa. Kaupan alan suurissa asiakkuuksissa Solteq kilpailee myös asiakkaan oman sisäisen IT:n kanssa. Pyrkinessään kasvamaan kansainvälisesti uusille tuotealueille, tulee yhtiöllä lisäksi vastaan uusia lokaaleja toimijoita.

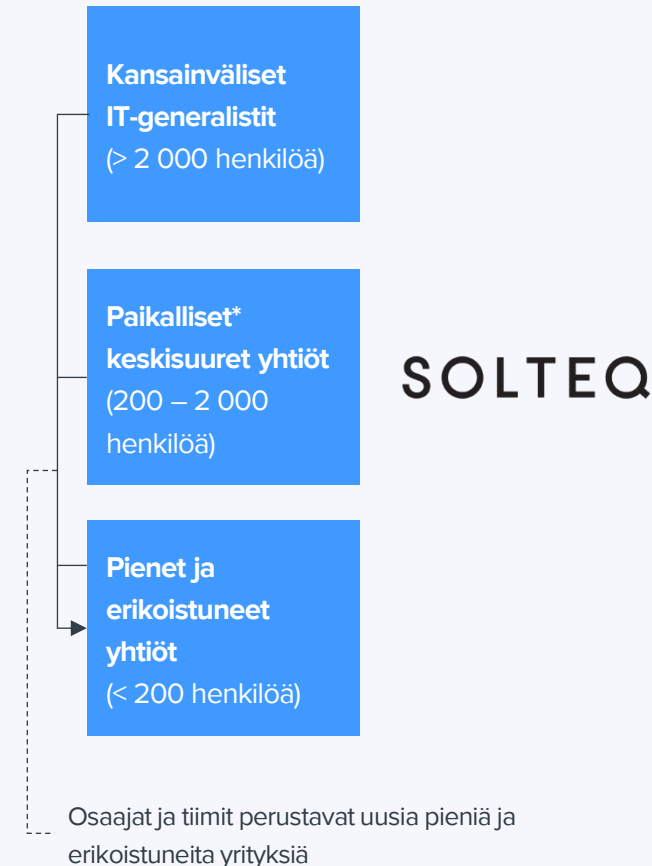
Utilities markkinassa keskeisiä kilpailijoita Suomessa ovat Hanse Technologies, Enerim ja CGI. Tietoevry ja CGI konsultoivat myös edelleen Suomessa. Globaalia kilpailua Utilities markkinassa ei Pohjoismaissa vielä ole, koska markkinakoko on kuitenkin vielä pieni. Tämä antaa mahdollisuuksia Solteqin kaltaisille toimijoille kasvaa vielä selvästi suurempaan kokoluokkaan.

Suurien skaalaa vastaan taistellaan eri keinoin

Mielestämme suurten IT-generalistien selkeimpiä vahvuuksia ovat mittavat resurssit ja laajat tarjoamat, joita vahvistetaan usein kustannustehokkailla offshore-tuotannoilla. Tyypillisesti näiden toimijoiden asiakas- ja teollisuusportfoliot ovat hyvin laajoja. Näin myös asiakas- ja toimialaymmärrykset ovat yleensä pienempiä toimijoita syvempiä. IT-generalistien geeniperimän ytimessä on vahva taustajärjestelmäosaaminen.



Kilpailukentän dynamiikka



*Keskisuurista yhtiöistä löytyy myös kansainvälisesti toimivia yhtiöitä kuten Siili, Gofore, Digia, Witted, Solteq, Vincit ja Innofactor.
Lähde: Inderes

Kilpailukenttä 2/5

Käytännössä tämä tarkoittaa sitä, että näiden yhtiöiden ratkaisut ovat asiakkaan näkökulmasta sekä erittäin liiketoimintakriittisiä että vakiintuneita. Nämä taustajärjestelmätöimitukset ovat myös teknisesti hyvin haastavia ja korkean riskin hankkeita, mikä nostaa alalle tulon kynnyistä. IT-generalistien keskeisimmät kilpailuedun lähteet voidaan mielestämme tiivistää suuriin resursseihin, asiakkaan kohtaamiin vaihdon kustannuksiin sekä korkeisiin alalle tulon kynnyksiin.

Solteqin kokoluokassa yhtiöt tarvitsevat ketteryyden rinnalle yleensä jonkin terävän osaamiskärjen ollakseen kilpailukykyisiä suuria generalisteja vastaan, kuten Solteqin toimialafokus kaupan alalla ja energiasektorilla. Lisäksi pienemmät yhtiöt murtautuvat asiakkuuksiin tyypillisesti muun ostajan kuin tietohallintojohdon kautta myyden digitalisaatoratkaisuja esimerkiksi suoraan liiketoiminnalle. Näin ollen pienemmät yhtiöt eivät välttämättä lainkaan kohtaa kilpailussa asiakkaan vakiintunutta järjestelmätöimittajaa. Suuret generalistit ja Solteqin kaltaiset toimittajat operoivatkin usein hieman eri alueilla. Viime vuosina sektorin suurimmat toimijat ovat kuitenkin ryhtyneet vahvistamaan kyvykkyyksiään juuri uusien digipalveluiden kehityksen alueella, mikä on tehnyt kilpailutilanteesta aikaisempaa tiiviimmän (ts. enemmän päällekkäisyyttä).

Koska toimialan ansaintalogiikka on pääomakevyttä ja henkilöintensiivistä, myös alalle tulon kynnykset ovat yleisesti ottaen matalia. Monet IT-palvelumarkkinan uudet toimijat ovatkin syntyneet vakiintuneista IT-toimittajista yrittäjiksi lähteneiden osajien perustamina. Pienempien

toimijoiden suurimpana heikkoutena on mielestämme se, että ne usein jäävät arvoketjussa jumiin ja joutuvat palvelemaan loppuasiakkaita vain osana alihankintaverkostoa. Tästä johtuen pienet yhtiöt eivät välttämättä kykene tarjoamaan kunnianhimoisille osaajille riittävän mielenkiintoisia urapolkuja, mikä samalla vaikeuttaa sekä oman liiketoiminnan kasvattamista ja arvoketjuaseman kohentamista. Osaajakilpailussa pienten yhtiöiden keskeisimmät valtit ovatkin tyypillisesti kulttuurisidonnaisia.

Kilpailuetuja rakennettava jatkuvasti

Toimialan hyvistä pitkän aikavälin kasvunäkymistä johtuen kilpailua on paljon, sillä markkinassa on useita toimittajia ja alalle tulon kynnykset ovat aikaisemmin todetun mukaisesti matalat. Arviomme mukaan myös edellytykset pelkällä teknisellä taituruudella ja yksittäisillä pisteratkaisuilla erottautumiselle ovat kapeat. Pitkällä aikavälillä näemmekin, että kilpailuetuja on rakennettava laajempien ja strategisiin kumppanuuksiin tähtäävien osaamisten päälle. Tämä puolestaan edellyttää yhtiöiltä sitä, että toiminnasta löytyy jatkuvaa dynaamisuutta, joustavuutta ja uudistumiskykyä. Pitkällä aikavälillä menestyäkseen yhtiöiden onkin mielestämme kyettävä lukemaan sekä teknologioiden että asiakastarpeiden kehittymisiä ja reagoimaan näihin muutoksiin omia osaamisia rakentamalla.

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



Solteqin kilpailutekijät

Vahvistavat tekijät

- Vahva kaupan- ja energia-alan fokus, joka tukee palvelu- ja tuoteliiketoimintaa
- Kyvykkyys toimittaa koko IT-elinkaaren hankkeita vs. pienet toimijat
- Toimialakohtaiset ohjelmistot, pienissä ja keskisuurissa asiakkaissa
- Nearshore-kapasiteetti, muihin keskusuriiin ja pieniin verrattuna

Heikentävät tekijät

- Kapeampi tarjooma vs. generalistit, joilla mittavat offshore-resurssit, laaja tarjooma ja kyvykkyys toimittaa korkean riskin suuria hankkeita
- Useita pieniä toimijoita haastajina, monilla palvelualueilla matala alalle tulon kynnykset
- Toimialakohtaiset ohjelmistot pääosin vielä pienemmille asiakkaille
- Suhteellisen keskittynyt vielä kaupan alaan vaikka suunta on kohti hajautuneempaa asiakasportfoliota

Kilpailukenttä 3/5

Vertailuryhmän kasvu ja kannattavuus

Tarkastelemme seuraavan sivun kuviossa listattujen sekä listaamattomien suomalaisten ja muiden Pohjoismaisten IT-palveluyhtiöiden kasvua ja kannattavuutta. Vertailussa on mukana lisäksi joiain Yhdysvaltalaisia alan toimijoita, jotka toimivat globaalisti ja joilla on merkittävä rooli Euroopan markkinalla sekä Kainos UK:sta.

Vertailuryhmän kasvun mediaani vuositasona 2019-2023 oli noin 16 % (keskiarvo 19 %), mitä selittää markkinan kasvu, monien toimijoiden nopea orgaaninen kasvu sekä yrityskaupat. Voimakkaimmin kasvaneet yhtiöt ovat laajentuneet niin yritysostoin kuin myös orgaanisesti. Solteq on enemmän muokannut tarjontaansa pienillä yritysostoilla viime vuosina, kuin vauhdittanut kasvua. Lisäksi Solteq on myös myynyt suurempia liiketoimintoja, joka on hidastanut kasvua. Vahvoja orgaanisia kasvujia ovat olleet mm. Gofore, Solita, Siili, Witted, Futurice, Netum, Luoto, Eficode, Bouvet ja Netcompany. Hitaimmin ovat kasvaneet suuremmat toimijat, jotka ovat kärsineet markkinan murreksesta (kuten Tietoevry, Enfo ja CGI).

Kasvua tarkasteltaessa Suomen IT-markkinalla pienet erikoistuneet toimijat kasvoivat 2010-luvulla ja 2022 asti selvästi markkinaa paremmin. Tämä heijastaa perinteisen järjestelmäkehityksen kysynnän hiipumista ja IT-kysynnän painottumista uusille alueille, joihin pienemmät ja ketterämmät toimijat ovat pystyneet tehokkaammin vastaamaan. Viimeisen parin vuoden aikana monet aikaisemmin pienet ja ketterät toimijat ovat kuitenkin kasvaneet suhteellisesti jo isompaan kokoluokkaan ja kasvuvauhdin ylläpitäminen käy

yhä haastavammaksi. Tämä on näkynyt joillain yhtiöillä orgaanisen kasvuvauhdin hidastumisena. Selkeä erottuva yhtiö on tanskalainen Netcompany, joka lähes 5000 osaajasta (nyt 7800) huolimatta pystyi kasvamaan palveluliiketoiminnassa orgaanisesti ~20 % vuosivauhtia ja tekemään yli 25 %:n EBITDA-marginaalia. Lisäksi myös Goforen orgaaninen kasvu on ollut erittäin vahvaa suuremmissa kokoluokassa.

Kannattavuuden osalta vertailujoukon keskiarvo on 11 % (mediaani 12 %) käyttökatteella mitattuna vuositasona 2019-2023 (2018-2022: 11 %). Yhtiöt ovat keskimäärin kannattavuudeltaan terveellä tasolla. IFRS-16-muutos nosti IFRS-kirjanpidossa olleiden yhtiöiden käyttökatemarginaaleja noin 1-3 %-yksikköä vuodesta 2019 alkaen (efekti laimeampi keskiarvoja katsottaessa). Tämä heikentää vertailukelpoisuutta vuotta 2019 edeltävään jaksoon ja erityisesti FAS-kirjanpidossa oleviin yhtiöihin. IT-palveluiden toimialalla olemme pitäneet yli 10 % EBITDA-tasoa hyvänä kannattavuustasona (ilman IFRS-16-vaikutusta). Yksinumeroisiin kannattavuustasoihin yhtiöiden ei pitäisi olla tyytyväisiä. Suuret generalistit Tietoevry ja CGI ovat tehneet hyvää kannattavuutta hitaasta kasvusta huolimatta, mikä perustuu niiden vahvaan markkina-asemaan ja ohjelmistoliiketoimintaan.

Kannattavuuden ja kasvun yhdistelmää viiden vuoden ajalta vertailemalla markkinassa erottuvat muutamit toimijat ylitse muiden. Tähtipelaajien lokeroon asettuvat suomalaisista yhtiöistä Gofore, Solita ja Netum sekä tanskalainen Netcompany, isobritannialainen Kainos, norjalainen Bouvet ja Yhdysvaltalaiset Globant, Endava sekä Epam. Lisäksi Digia ja Luoto ovat aivan rajoilla.



Kasvuajurit

Pitkä aikaväli

- Digitalisaatio kiihdyttää ja kasvattaa markkinaa.
- Tekoäly luo uusia kasvumahdollisuuksia
- IT:stä tulee yhä keskeisempi osa yhtiöiden liiketoimintaa ja strategiaa
- Asiakashintojen nousu
- IT-palvelumarkkinan määritelmä laajenee
- Kansainvälistyminen ja near-shoren kasvattaminen
- Alihankinnan kasvattaminen
- Yritysostot

Lyhyt aikaväli

- Tehokas myyntitoiminta
- Asiakashintojen lasku
- Rekrytointi – työntekijäimago, matala vaihtuvuus
- Tehokkuuden parantaminen laskutusasteiden ja/tai prosessitehokkuuden myötä
- Yritysostot



Kannattavuusajurit

Lyhyt aikaväli

- Asiakashintapaine
- Laskutusasteet
- Vaihtuvuuden hallitseminen
- Palkkainflaation hillitseminen
- Tehokkuuden parantaminen

Kilpailukenttä 4/5

Kilpailijoiden taloudellinen kehitys 5v



Käyttökate-% keskimäärin 2019-2023

Lähde: Inderes, yhtiöt. Luvut sisältävät IFRS 16 -muutoksen vuodesta 2019 lähtien. Yhtiöt, jotka eivät ole IFRS:ssä: Witted, Vincit, Netum, Luoto.

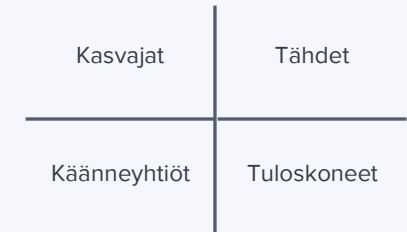
*vuodet 2018-2022

** Vincitin ja Bilotin konsolidoidut luvut

Loihteen osalta käytetty digitaalisen kehityksen liikevaihdon kehitystä ja konsernin käyttökate.



Kilpailukentän profiili



Tähdet

- Edelläkävijöitä, joilla vahva kannattavan kasvun historia
- Pääosin pieniä ja ketteriä toimijoita, jotka ovat asemoituneet ja panostaneet IT-palvelumarkkinan kasvaville alueille
- Tähtien organisaatorakenteet ovat kevyitä ja tekeminen hyvin liiketoimintalähtöistä

Kasvajat

- Yhtiöitä, jotka ovat päässeet kiinni kasvuun, mutta tehdyt panostukset ovat painaneet kannattavuutta
- Kasvu ollut usein yritysostojen kiihdyttämää

Tuloskoneet

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

Käänneyhtiöt

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

Kilpailukenttä 5/5

Suomen markkinarakenteen asiakaskoon ja palvelualuekohtaisen asemoitumisen perusteella



Listattujen verrokkien operatiiviset luvut

	Markkina- arvo	EV	Liikevaihdon kasvu-% (CAGR)			Oik. EBIT kasvu-% (CAGR)			Oik. EBIT kasvu per osake (CAGR)			Oik. EPS kasvu (CAGR)			Oik. EBIT-%					Nettotulos- marginaali		Netto- velkaant- umisaste	Nettovelka / Oik. EBIT**
	2024	2024e	20-23	24e	24e-26e	20-23	24e	24e-26e	20-23	24e	24e-26e	20-23	24e	24e-26e	22	23	24e	25e	26e	23	24e	24e	24e
Netum	37	43	28 %	20 %	4 %	-4 %	76 %	3 %	NaN	76 %	3 %	NaN	52 %	11 %	8,7 %	7,4 %	10,9 %	10,4 %	10,6 %	-3 %	-1 %	48 %	1,6
Solteq	12	37	-2 %	-10 %	2 %			83 %			83 %				0,7 %	-6,7 %	2,2 %	5,6 %	7,0 %	-9 %	-3 %	158 %	
Innofactor	60	67	7 %	-1 %	4 %	10 %	-20 %	17 %	9 %	-19 %	17 %	0 %	-4 %	22 %	7,1 %	7,5 %	6,1 %	6,9 %	7,8 %	4 %	3 %	25 %	1,2
Digia	172	184	11 %	7 %	3 %	2 %	24 %	4 %	2 %	24 %	4 %	0 %	25 %	8 %	9,3 %	8,9 %	10,3 %	10,4 %	10,6 %	5 %	6 %	15 %	0,6
Tietoevry	2017	3011	1 %	-1 %	1 %	0 %	-1 %	2 %	-14 %	-1 %	2 %	-1 %	-6 %	4 %	12,9 %	12,6 %	12,5 %	12,7 %	12,9 %	6 %	5 %	64 %	2,8
Vincit	30	22	23 %	-15 %	1 %	-24 %	-78 %		-25 %	-81 %		-31 %			6,1 %	3,4 %	0,9 %	3,7 %	4,5 %	-3 %	-4 %	-28 %	-4,1
Siili Solutions	48	52	14 %	-10 %	3 %	9 %	-49 %	18 %	9 %	-53 %	14 %	-5 %	-45 %	26 %	9,8 %	7,1 %	4,1 %	4,2 %	5,4 %	4 %	2 %	10 %	0,6
Gofore	337	308	34 %	-1 %	7 %	35 %	-8 %	9 %	30 %	-12 %	8 %	30 %	-8 %	11 %	14,7 %	14,1 %	13,2 %	13,4 %	13,8 %	10 %	9 %	-28 %	-1,1
Witted Megacorp Oyj	25	17	60 %	-17 %	4 %			32 %	NaN	NaN	32 %	NaN	NaN	32 %	0,5 %	-0,2 %	2,8 %	3,9 %	4,6 %	-2 %	0 %	-53 %	-11,8
Digital Workforce	42	27	9 %	10 %	14 %			118 %	NaN		117 %	NaN	867 %	102 %	-5,0 %	-0,2 %	3,1 %	7,2 %	11,4 %	-3 %	3 %	-94 %	-35,8
Loihde	61	59	10 %	2 %	3 %	-45 %		46 %	NaN		48 %	NaN	227 %	54 %	3,2 %	0,5 %	2,6 %	4,0 %	5,2 %	0 %	1 %	-3 %	-1,3
Mediaani	48	52	11,4 %	-1,1 %	3,4 %	1 %	-8 %	17 %	6 %	-12 %	15 %	0 %	11 %	22 %	7,1 %	7,1 %	4,1 %	6,9 %	7,8 %	0 %	2 %	10 %	-0,2
Keskiarvo	258	348	17,8 %	-1,5 %	4,0 %	-2 %	-8 %	33 %	2 %	-9 %	33 %	-1 %	138 %	30 %	6,2 %	5,0 %	6,3 %	7,5 %	8,5 %	1 %	2 %	10 %	-4,7

Lähde: Inderes

*Oik. EBIT ja EPS ei huomioi liikearvon poistoja. Oikaistun liikevoiton per osake laskennassa on käytetty Indereksen dataa osakkeiden lukumäärästä mikä ei huomioi yhtiön hallussa olevia osakkeita. Listautumisvuonna osakkeiden lukumääräksi on huomioitu vain listautumisen jälkeinen osakkeiden lukumäärä. Mikäli tuloskasvuluvuissa on negatiivisia lukuja jakana tai jaettavana tai mikäli tuloksen lähtötaso on erittäin matala (EBIT-% <1,0 %), on arvona tyhjä. Mikäli yhtiö ei ollut listattuna tarkasteluvuosina, on osakekohtaisissa luvuissa arvona NaN.

**Oik. EBIT:ssa käytetty kuluvan vuoden ennusteen ja edeltävän vuoden keskiarvoa. Mikäli EBIT on negatiivinen tai lähellä nolaa, on arvo tyhjä.

Strategia 1/3

Strategian keskiössä omat ohjelmistoratkaisut ja toimialavahvuudet

Solteq antoi vuoden 2022 lopulla kaivatun tarkennetun strategian. Keskeisimpänä tavoitteena oli kirkastaa näkemys yhtiön kilpailueduista sekä keskittää liiketoiminnot tukemaan tunnistettuja vahvuuksia. Strategian myötä ohjelmistoratkaisuja ja asiantuntijapalveluita pystytään tarjoamaan entistä keskitetympin energiasektorille ja kaupan alalle sekä sähköisen kaupankäynnin tarpeisiin, mikä oli sisäänrakennettuna aikaisemmassa kansainvälistymisstrategiassa. Näin yhtiölle jäi myös ei-strategisia liiketoimintoja divestoitavaksi, jo divestoitujen retail-toimintojen ja divestoitavan Tanskan terveydenhuolto liiketoiminnan lisäksi. Yhtiö on viimeisen reilun viiden vuoden aikana muokannut selvästi rakennettaan usealla pienellä yritysostolla ja muutamalla myynnillä.

Solteqin toimialakohtaiset ohjelmistoratkaisut perustuvat yhtiön omiin tuotteisiin ja valittuihin päämiestuosotteisiin. Kasvua tavoitellaan tulevaisuudessa omiin tuotteisiin perustuvalla liiketoiminnalla sekä parhailla kolmansien osapuolten ratkaisuilla. Yhtiön tarina kaipasi pitkään mielestämme selkeämpää fokusta ja rakennemuutos oli looginen ja toi selkeyttä, kun kansainvälistyminen oli tavoitteena hatarampi.

Teknologiameielessä Solteq ei ole erikoistunut yhteen tiettyyn teknologiaan. Solteq käyttää laajalti kolmansien osapuolten teknologioita ja haluaa löytää ne asiakkaiden tarpeita parhaiten täyttävät teknologiat. Nyt keskeisimmät ovat verkkokaupparatkaisuissa Adobe, tuotetiedonhallinnassa inRiver ja Akeneo. Suurien yritysten tasolla HCL ja Informatica ja pilvialustoissa AWS ja Microsoft. Yhtiö päätti myös olla keskittymättä SAP-teknologioihin ja myi tämän

liiketoiminnan vuoden 2019 lopulla.

Solteqin strategian kärkiteemat ja yhtiön painopistealueet lähivuosille ovat:

- Rakennettu yhtiön omien vahvuuksien ympärille
 - Omat ohjelmistoratkaisut
 - Kolmansien osapuolien ratkaisut
- Vahva toimialafokus
 - Energias sektori
 - Kaupan ala ja sähköisen kaupankäynnin tarpeet

Kansainvälistyminen on näkemyksemme mukaan kasvun ajuri lähivuosina ja pitkällä aikavälillä. Yhtiön segmenttirakenne ja maakohtaisten yhtiöiden poistaminen tukee näkemyksemme mukaan kansainvälistä yhtenäistä liiketoimintaa. Yhtiöllä on lisäksi Puolassa noin 40 osaajan tuotantokapasiteetti tukemaan asiakkaita Pohjoismaissa, mikä parantaa hintakilpailukykyä. Yhtiöllä on kansainvälisen kasvun kannalta Pohjoismaissa pienet palveluliiketoiminnan yksiköt, joiden päälle alkaa rakentamaan liiketoimintaa. Solteqin strategiana on palveluliiketoiminnan lisäksi myydä erityisesti omia toimialakohtaisia ohjelmistojaan kansainvälisesti.

Toiminnan fokus lyhyellä aikavälillä on 1) kääntää Retail & Commerce kasvuun, mikä tukee tukisi myös tietä päästä kannattavuustavoitteeseen, 2) viedä loppuun Utilitiesin tuoteparannus ja aloittaa vahvempi myynti Suomessa, 3) saada Tanskan Utilities POC käännettyä asiakkaaksi sekä saada muita referenssejä Tanskasta ja 4) jatkaa POS-ratkaisujen erityisvaatimusten rakentamista, jotta sitä voidaan myydä Ruotsissa ja Tanskassa.

Strategian kärkiteemat ja toimenpiteet

- Vahvempi fokus omien vahvuuksien ympärille energiasektorilla ja kaupan alalla
 - Arvioimme ei-strategisten divestointien jatkuvan
 - Pienien yritysostojen fokus kyseisillä sektoreilla, painopisteenä on arviomme mukaan Utilities-liiketoiminnot
- Siirryttiin maaorganisaatioista toimialajohdettuun malliin
- Kasvua tavoitellaan omilla ja kolmansien osapuolten ohjelmistoratkaisuilla
- Raportointirakennetta muutettiin vastamaan uutta toimialajakoa



Taloudelliset tavoitteet

- Retail & Commerce kasvu $\geq 8\%$ ja EBIT-% $\geq 8\%$
- Utilities kasvu $\geq 15\%$ ja EBIT-% $\geq 18\%$
- Osinkoa vähintään 50 % tilikauden tuloksesta

Strategia 2/3

Omien tuotteiden strategia

Yhtiö tulee panostamaan nykyisien toimialafokuksien ympärille ja niiden tuoteperheiden edelleen kehittämiseen. Pidämme hyvin epätodennäköisenä, että yhtiö lähtisi jälleen kehittämään jotain aivan uutta, sillä yhtiö epäonnistui robotiikka-kehityksessä ja nykyinen strategia rakentuu olemassa olevien vahvuuksien ympärille. Investoinnit (ei aktivoi enään) ovat ymmärryksemme mukaan noin 10 %:n tasoilla liikevaihdosta.

Retail & Commercen kasvustrategia on ymmärryksemme mukaan Suomessa asiakkaissa kasvamista ja Tanskaan sekä Ruotsiin laajentumisessa. Liikevaihdon rakenteelta kasvu perustuu arviomme mukaan pääosin palveluliikevaihtoon ja osin omiin POS-ratkaisuihin, kun muut sen sisällä olevat ohjelmistotuotteet ovat kypsässä vaiheessa.

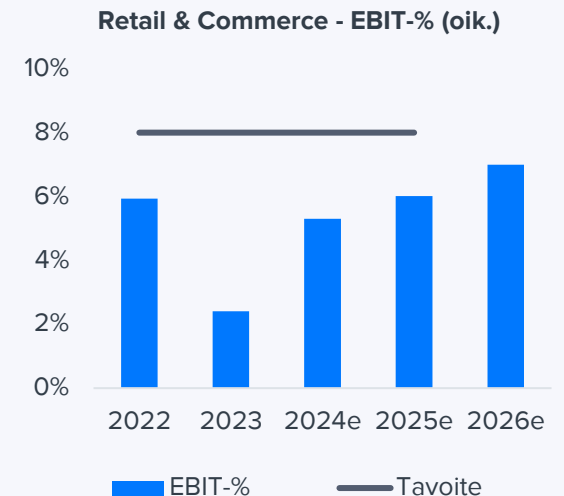
Utilities-liiketoiminnan osalta yhtiö haluaa Suomessa kasvattaa markkinaosuutta, mikä tarkoittaa samalla ohjelmistoliiketoiminnan kasvua. Nykyasiakkaissa kasvu olisi enemmän työmyyntiä, mikä ei ole yhtä arvokasta. Tanskassa onnistuminen loisi merkittävän kasvumahdollisuuden. Kasvun painopistettä yritetään siirtää Utilities liiketoiminnassa muuta konsernia vahvemmin palveluliikevaihdosta omaan tuoteliikevaihtoon ja tavoitteena on pidemmällä aikavälillä 50/50 liikevaihdon suhde konsernin liikevaihdosta. 50/50 suhde tarkoittaisi jo lähes 50 MEUR liikevaihto tasoa (tai >3x nykyisen) ja erittäin hyvää kannattavuutta. Tämän jälkeen yhtiön olisi vaikea enää kasvaa Pohjoismaissa nykyisillä tuotealueilla.

Taloudelliset tavoitteet

Solteqin kaupan alan ja sähköisen kaupankäynnin tarpeisiin keskittyvän Retail & Commerce -segmentin sekä energiasektorin ohjelmistoratkaisuita ja asiantuntijapalveluita tarjoavan Utilities-segmentin taloudelliset tavoitteet, tulo- ja kulurakenne sekä tuotekehitystarpeet eroavat toisistaan.

Retail & Commerce -segmentin pitkän aikavälin tavoitteena on vähintään 8 %:n vuotuinen liikevaihdon kasvu ja 8 %:n liikeluostavoite. Osa segmentin ohjelmistoista on kolmansien osapuolten ohjelmistoja, mutta osa on myös omaa Commerce Cloud -tuoteperhettä. Näkemyksemme mukaan ohjelmistojen potentiaali ei näy segmentin pitkän aikavälin tavoitteissa, jotka ovat 8 %:n kasvu ja 8 %:n EBIT-%. Yhtiön tulisi näkemyksemme mukaan pelkästään palveluliiketoiminnalla ylittää kyseiset tavoitteet. Näin pidämme segmentin tavoitteita realistisina pidemmällä aikavälillä, kun myös markkinalta saadaan parempaa tukea.

Utilities-segmentin pitkän aikavälin tavoitteena on vähintään 15 %:n vuotuinen liikevaihdon kasvu ja vähintään 18 %:n liikeluostavoite. Tavoitteet kuvastavat näkemyksemme mukaan Utilities-segmentin suurta ohjelmistojen osuutta. Yhtiö pyrkii saavuttamaan tavoitteet vuoden 2025 lopussa, mutta pidämme hyvin todennäköisenä että niihin ei päästä ainakaan vielä siihen mennessä. Keskipitkällä aikavälillä kannattavuustavoite on periaatteessa hyvin mahdollinen, mikäli painopiste muuttuu hyvin kohti ohjelmistoja. Kasvutavoite kärsii kuitenkin samalla, sillä ohjelmistomyynti kannibalisoii osittain palvelumyyntiä. Näin kasvutavoitteeseen on haastavampi päästä myös pidemmällä aikavälillä.



Strategia 3/3

Segmenttikohtaisten tavoitteiden lisäksi yhtiön hallitus on vahvistanut yhtiölle tavoitteellisen osinkopolitiikan sekä velkaantumistason (nettovelka/käyttökate alle 3x). Solteq-konsernin tavoitteena on jakaa osinkoa vähintään 50 % tilikauden tuloksesta. Pidämme hyvin epätodennäköisenä, että yhtiö tulisi jakamaan osinkoa seuraavan kahden vuoden aikana. Yhtiön nettovelka/käyttökate suhdeluku on selvästi yli tavoitetason (2024-26e 4-7x). Yhtiön on ensiksi tehtävä selvä tuloskäännö ja saada kallista velkaa takaisinmaksettua sekä uudelleenrahoitettua.

Yritysjärjestelyt ovat olleet keskeinen osa strategiaa ja rakenteen muokkaamista

Solteq muokkasi liiketoimintaansa suhteellisen voimakkaasti 2010-luvulla 12 yritysjärjestelyn kautta. Yhtiö oli pääosin ostopuolella, mutta myös myi 3 ei-strategista toimintoa. Solteqilla oli lukujen perusteella haasteita integroida suuremmat yritysostot. Integraatiohaasteita kompensoivat yritysostojen matalat arvostuskertoimet (0,5x-0,9x EV/liikevaihto ja P/S). 2020-luvulla yhtiö on tehnyt kolme pienempää yritysostoa vahvistamaan Utilities-liiketoimintaa ja myynyt (myymässä) kaksi liiketoimintaa. Nykystrategian kannalta merkittävien kauppa oli inPulse -yritysosto vuonna 2017. inPulse-yritysostolla yhtiö vahvisti ohjelmistotarjoomaansa ja laajeni Utilities- toimialalle.

Yrityskauppastrategia

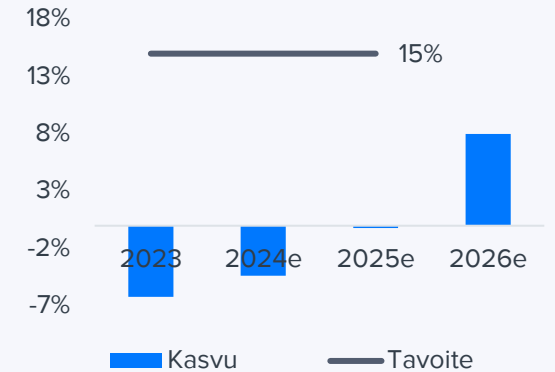
Yritysjärjestelyihin liittyen pidämme pääosin liiketoimintamyynnejä mahdollisena lyhyellä aikavälillä, sillä tase ja kassavirta eivät käytännössä mahdollista yritysostoja. Taseen vahvistuessa arvioimme yhtiön pääosin vahvistavan Utilities-liiketoimintaa pienin hankinnoin, kuten 2020-luvulla on nähty. Lisäksi

POS-tuotteiden vahvistaminen on mahdollista, mutta tässä synergiapotentiaali on rajallisempi.

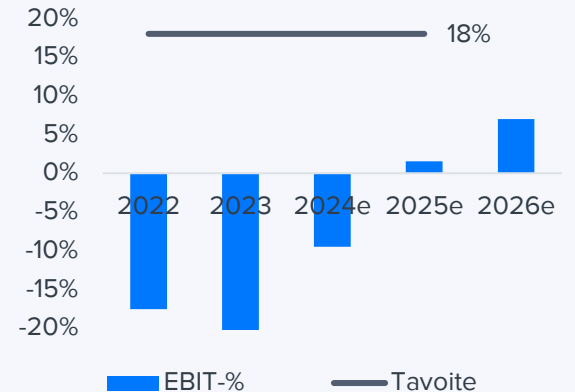
Myynteihin liittyen, pidämme autokaupan ratkaisuja Suomessa todennäköisimpänä divestoinnin kohteena seuraavaksi. Haasteena voi olla ostajan löytäminen niin spesifille ja suhteellisen pienelle ratkaisulle. Toisaalta liiketoiminta tuottaa ymmärryksemme mukaan hyvää ja vakaata kassavirtaa ja siten myyntihinnan pitäisi olla riittävä. Lisäksi Alkon Gold järjestelmä ei myöskään ole strategian keskiössä ja potentiaalinen divestoinnin kohde, mutta erityisesti tähän ostajaa voi olla vaikeampi löytää. Kypsät ohjelmistoratkaisut tuottavat ymmärryksemme mukaan kuitenkin tasaista kassavirtaa yhtiölle. Keskipitkällä aikavälillä pidämme myös POS-ratkaisuja divestoinnin mahdollisena kohteena, mutta yhtiö haluaa vielä kehittää tuoteperhettä parempaan kuntoon ennen myyntiä. Mikäli POS-perheen myynti toteutuisi olisi loogista myydä myös Commerce and data -toiminnot. Edellä mainittujen myyntien toteutuessa jäljelle jäisi pelkästään Utilities-liiketoiminta, joka vaikuttaa edelleen olevan pitkän aikavälin strategian keskiössä.

Yritysostoihin liittyen, pidämme Utilities segmentin vahvistamista selkeimpänä. Suomessa Enerim olisi ymmärryksemme mukaan potentiaalinen ostokohde. Haasteena on kuitenkin Solteqin heikko tase ja Enerimin liiketoiminnan suhteellisen suuri kokoluokka. Tähän yhtiö joutuisi luultavasti käyttämään ”työkalupakkia” laajemmin vaikka tuloskunto olisi selvästi parempi, kuten myymään joitain suurempia toimintojaan. Utilities segmentissä ja Enerim-tyyppisissä ostokohteissa synergiapotentiaali on yleensä suhteellisen hyvä ja helposti ulosmitattavissa.

Utilities - Liikevaihdon kasvu



Utilities - EBIT-%



Solteqin strategia ja Inderesin näkemys

2016
-
2022

2023
-
2025

2026-

Kansainvälisen- ja ohjelmistoliiketoiminnan perustan rakentaminen

- Kansainvälistymisen perustaa rakennetaan
- Tuoteliiketoimintoja kehitetään
- Tulokäännettä ja ohjelmistotransformaatiota haetaan

Uusi strategia ja toimialafokus

- Vahvempi toimialafokus Retail & Commerce sekä Utilities.
- Johtamismallia muutettiin uusien segmenttien mukaiseksi ja maaorganisaatioista luovuttiin
- Uudet taloudelliset tavoitteet 2023-25:
 - Retail & Commerce kasvu $\geq 8\%$ ja EBIT-% $\geq 8\%$ - Näkemyksenne mukaan realistinen
 - Utilities kasvu $\geq 15\%$ ja EBIT % $\geq 18\%$ - Kunnianhimoinen, mutta ei mahdoton ja vaati näyttöjä
- Kannattavaa kasvua omien ohjelmistoratkaisujen kautta ja hyödyntäen myös kolmansien osapuolien ratkaisuja

Utilities-liiketoimintaa Pohjoismaissa

- Utilities-liiketoiminta vetää tuloskasvua
- Vahvempi jalansija erityisesti Tanskassa ja myöhemmin laajentuminen uusille markkinoille Pohjoismaissa
- Liikevaihdon keskittyminen paremmin kannattavaa ohjelmistoliikevaihtoon
- Retail-liiketoimintaa myydään arviomme mukaan, kun se on saatu parempaan tuloskuuntoon
- Mahdollisesti kasvua kiihdyttäviä yrityskauppoja, kun tase antaa jälleen liikkumavaraa

Strategian keskiössä

Toteutunut

- Laajentuminen Tanskaan, Ruotsiin, Norjaan ja Iso-Britanniaan yrityskaupoilla palveluliiketoiminnassa
- Tuoteliiketoimintoja kehitettiin, fokusta tarkennettiin ja robotiikka alaskirjattiin
- Tulokäännä ja ohjelmistotransformaatio tapahtui vuosina 2020-21, kunnes uusia haasteita ilmaantui ja Utilities-ongelmat vaativat yhtiön aloittamaan ikään kuin osin puhtaalta pöydältä

Lähitulevaisuus 1-2v

- Utilities-liiketoiminnan painopisteen muutoksen jatkuminen kohti jatkuvaa ohjelmistoliiketoimintaa sekä maantieteellisesti kasvua Suomessa ja laajentuminen Tanskaan.
- Retail & Commerce liiketoiminnan paluu kasvu-uralle ja kannattavuuden paraneminen
- Uusia divestointeja tulee mahdollisesti
- Mahdollisesti vain pieniä tarkkaan valikoituja yritysostoja
- Nykyisten tuotteiden kehittämisen jatkaminen (Utilities ja POS). Lisäksi Utilities-ongelmien korjaaminen kriittistä alkuvuoteen 2025 mennessä.

Seuraavat 5 vuotta

- Aseman vahvistaminen Pohjoismaisilla markkinoilla, erityisesti Utilities osalta
- Mahdollisia suurempia Utilities-liiketoiminnan yritysostoja Suomessa ja Pohjoismaissa
- Mahdollinen Retail-liiketoiminnasta luopuminen kokonaan ja panostaminen Utilities-liiketoimintaan
- Potentiaalinen laajentuminen uusille markkinoille Ruotsiin ja Norjaan

Solteqin yrityskaupat

Vuosi	Osto/Myynti	Toinen osapuoli	EV	EV/L	EV/EBIT	Liikevaihto	Liikevoitto	Henkilöstö
2024	Myynti	Confirma Software	4	2,2x		1,8		~15
2023	Myynti	Microsoft Dynamics 365 Business Central ja LS Retail	15-20	1,3x-1,8x	10x-13x	-11,2	1,5	60
2022	Osto	S2B Energia Oy				<1		10
2022	Osto	Energy Solutions Oy	4,5	2,0	15,0	2,2	0,3	20
2021	Osto	Kouno P/S ja Forsyning 360 Aps						50
2021	Osto	Partiture	2,4	1,0	2,9	2,4	0,8	16
2019	Myynti	SAP ERP -liiketoiminta Enfo Oyj:lle				-4,0		
2018	Osto	ProInfo A/S	1,0	0,7		1,5		
2018	Osto 2/2	Analyteq Oy						
2017	Osto	TM United A/S (Theilgaard Mortensen)	3,5	0,7		4,8		
2017	Osto	inPulse Works Ltd	3,8	0,9		4,0	-0,3	
2017	Myynti	Microsoft- AX liiketoiminta				-0,5		
2017	Osto 1/2	Analyteq Ltd	1,1	0,7		1,5		
2016	Osto	Pardco Group Inc.	0,3	0,5		0,5		
2016	Osto	Aponsa AB (Ruotsi)	1,1	0,5		2,2		30
2016	Myynti	MainIoT Software Oy	3,2	-0,6		-5,0	0,6	40
2015	Osto	Descom Group Oy	23,1	0,8		27,4	3,3	
2012	Osto	Aldata Solutions Finland	8,3	0,6		13,3	1,2	74

Historiallinen kehitys ja taloudellinen tilanne 1/2

Vaihtelevaa kehitystä historiassa

Tarkastelemme tässä osiossa Solteqin historiaa 2012-luvulta lähtien, koska tämä kuvaa paremmin yhtiön nykyliiketoimintarakenteelle relevanttia kehitystä ja markkinamuutoksia, vaikkakin yhtiö on käynyt läpi voimakasta muutosta myös viime vuosina. Vuosina 2014-2024e Solteq kasvoi keskimäärin 3 % vuodessa. Yhtiö on viimeisen 10 vuoden aikana netto-ostanut liikevaihtoa arviolta noin 26 MEUR:lla. Näin kasvu on perustunut yrityskauppoihin ja laskenut orgaanisesti. Vahva kaupan alan keskittyminen Suomessa ja sen murros oli haastavaa Solteqille, mikä painoi yhtiön liikevaihdon kehitystä. Lisäksi Solteq ei arviomme mukaan ole saanut irti kaikkia tehoja yritysostoista, erityisesti suuri Descomin integraatio koitui haasteelliseksi.

Solteqin liikevoitto-% on vuosina 2012-2022 ollut keskimäärin 5,4 % ja vaihteluväli on ollut 0-10 %. Kertaluonteisista eristä oikaistuna liikevoitto-% on ollut keskimäärin 6,0 %. Kannattavuus on näin ollut sektoria keskimäärin heikompaa ja kuvastaa nähdäksemme yhtiöllä olleita markkina- ja integraatiohaasteita. Viime vuosina ja erityisesti viime vuonna Utilities-haasteet ovat painaneet kannattavuutta.

Solteq ei ole historiassa kunnostautunut osingonmaksajana vaan käyttänyt maltillista kassavirtaa vahvemmin yritysostoihin. Yhtiön velkataso on myöskin ollut varsin korkea pidempään, mikä on laskenut osingonmaksukykyä. Yhtiö on maksanut vuosina 2016-2022 3 kertaa osinkoa ja tällöin keskimäärin 71 % tuloksesta. Vuosien 2020-21 osingonmaksu oli korkea suhteessa yhtiön kassavirtaan ja velkatasoon.

2023 oli vaikea vuosi

Vuosi 2023 oli monella tapaa vaikea. Utilities liiketoiminta kärsi omista sisäisistä tuoteongelmista ja Retail & Commerce kärsi heikosta markkinasta. Yhteensä liikevaihto laski 16 % 58 MEUR:oon. Liikevaihtoa painoi edellä mainitut syyt ja LS-retail toimintojen myynti. Orgaanisesti liikevaihto laski 7 %, mikä oli sektorin kontekstissa huono suoritus.

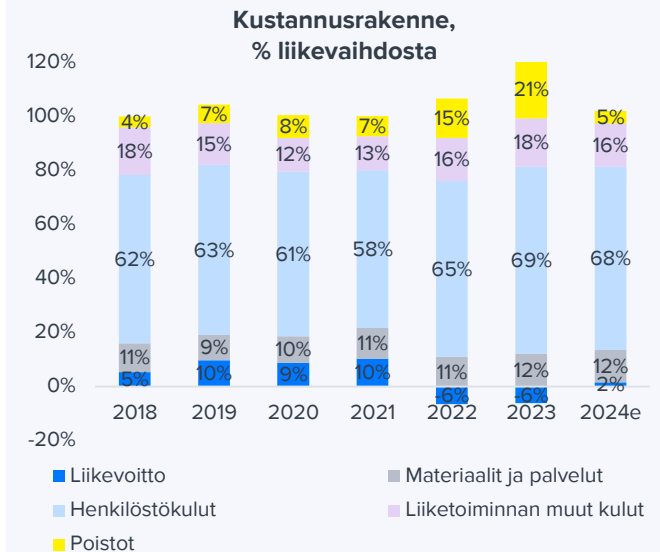
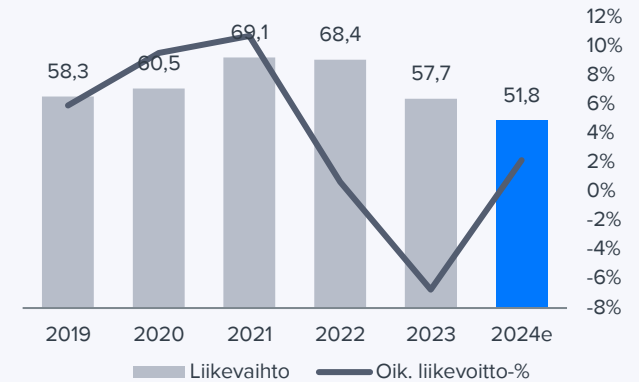
Yhtiö toteutti Utilities-liiketoiminnassa muutosneuvottelut sopeuttaakseen liiketoimintaa uuteen tilanteeseen. Liikevoitto valui kuitenkin myös operatiivisesti tappiolle ja oli -3,5 MEUR tai -6 % liikevaihdosta (2023 oik. EBIT-% +1 %). Alemmilla riveillä rahoituskulut kuitenkin söivät edelleen tulosta 1,2 MEUR:lla.

Vuosi 2024 oli tarvittava alku tuloskäänteelle

Vaikka vuosi 2024 ei aivan ole vielä lopussa, on iso kuva jo selvä. Solteq ohjeistaa vertailukelpoisen liikevaihdon laskevan vertailukaudesta ja liiketuloksen olevan positiivinen. Ennustamme liikevaihdon laskevan 10 % 52 MEUR:oon. Orgaanisesti odotamme liikevaihdon laskevan 5 %.

Segmenttitasolla kuva on samanlainen kun konsernitason, eli orgaanisesti molemmat laskevat noin 5 %. Utilities segmentin osalta on kuitenkin hyvä huomioida, että liikevaihdon rakenne on muuttunut selvästi arvokkaammaksi, kun jatkuvat tuotot omista ohjelmistoista kasvavat noin 30 % vauhtia vuonna 2024e (mikä vastaa 1,5 MEUR). Samalla tämä ohjelmistoliikevaihto syö (kannibalisoii) palveluliikevaihtoa, mutta tulosmielessä se on kuitenkin selvästi nettopositiivinen yhtiölle.

Liikevaihdon ja kannattavuuden kehitys



Historiallinen kehitys ja taloudellinen tilanne 2/2

Retail segmentin jatkuvat tuotot omista ohjelmistoista ovat vuonna 2024e lähes vertailukauden tasolla. Kokonaisuudessaan jatkuvat tuotot omista ohjelmistoista vastaavat 25 % yhtiön liikevaihdosta ja kasvavat siten noin 5 %-yksikköä vertailukaudesta.

Yhtiö lopetti vuoden alusta tuotekehitysaktivoinnin ja näin yhtiön seuranta on jatkossa selvästi suoraviivaisempaa. Yhtiö poistaa vielä hetken aikaisempia tuotekehitysaktivointeja. Pääosa poistoista on kuitenkin IFRS-16 poistoja ja vastaa noin 1,5 MEUR vuositasolla.

Yhtiö toteutti Q2'24:llä uuden mittavan 3,4 MEUR:n [tehostamisohjelman](#), mutta tällä kertaa Retail & Commerce segmentissä. Tehostamisohjelman tukemana liikevoitto nousee arviomme mukaan lievästi positiiviseksi ja on 0,8 MEUR tai 1,6 % liikevaihdosta vuonna 2024e. Alemmilla riveillä rahoituskulut nousivat kalliimman joukkovelkakirjalainan uudelleenrahoituksen ajamana 2,3 MEUR:oon. Näin tulos nettotulos valuu -1,6 MEUR:oon vuonna 2024e, mikä vastaa osakekohtaisesti -0,08 euroa osakkeelta.

Kallis rahoitusrakenne

Solteq uudelleenrahoitti 23 MEUR:n joukkovelkakirjalainansa syksyllä 2024. Rakenteen kuponkikorkoehdotus oli hieman odotuksiamme matalampi (ennuste oli 12 % ja aik. 6 %), mutta emme olleet sisällyttäneet vapaaehtoisen lunastushinnan kustannusta (4 % 2v päästä) tai 1,75 % hyväksymispalkkiota ennusteisiin. Näin vuosittainen keskimääräinen korko nousee 12,875

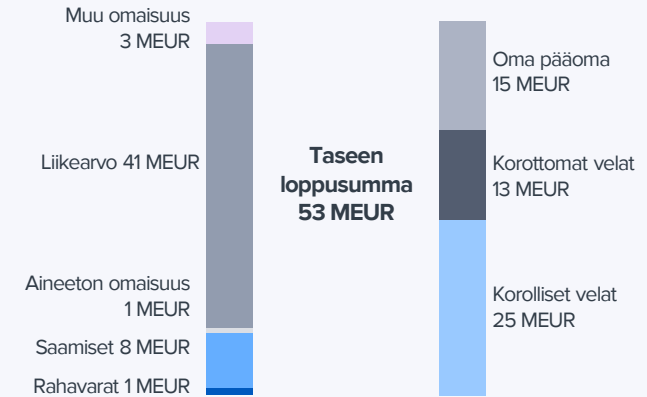
%:iin, jos ja kun olettavasti velka maksetaan tai uudelleenjärjestellään vasta 2 vuoden päästä. Kokonaisuutena rahoitusrakenteen odotuksia hieman heikompi lopputulos vaatii operatiivisesti entistä voimakkaampaa ja selvempää tuloskäännettä jo hyvin nopeasti.

Vivutettu tase

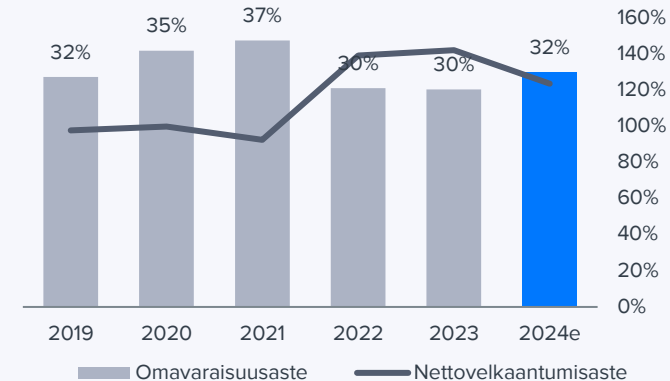
Solteqin omavaraisuusaste oli Q3'24 lopussa 29 % ja nettovelkaantumisaste korkea 156 % (Q3'23: 37 % ja 104 %). Yhtiön nettovelka oli 24 MEUR ja kassassa oli kvartaalin lopussa 1 MEUR. Nettovelka laskee kuitenkin yritysmyyntin myötä, jonka odotamme toteutuvan Q4'24:n loppuun mennessä. Yritysmyynti huomioiden nettovelka/käyttökate laskee 6,5x:ään (ilman yritysmyyntiä yli 8x). Tästä huolimatta tase on siis edelleen vivutettu ja vaati selvää tuloskäännettä jatkossa.

Solteqin tase kuvastaa tyypillistä IT-palveluyhtiötä, joka on toteuttanut useita yritysostoja ja niistä syntynyt liikearvoa taseeseen. Liikearvoa taseessa oli 40 MEUR Q3'24 lopussa. Saamiset olivat 8 MEUR ja lyhytaikaiset korottamat velat 12 MEUR Q3'24 lopussa. Näin yhtiö operoiikin negatiivisella käyttö pääomalla. Taseen loppusumma oli 53 MEUR, kun se vertailukaudella oli 69 MEUR. Tase on siis pienentynyt selvästi, josta 8 MEUR aikaisempien tuotekehitysten poistoja ja alaskirjausta. Lisäksi käyttö pääoma on selvästi tehostunut (saamiset laskenut 6 MEUR).

Taserakenne, Q3'24



Taseen avainlukujen kehitys



Historiallinen kehitys

Lyhennetty tuloslaskelma	2019	2020	2021	2022	2023	2024e
Liikevaihto	58,3	60,5	69,1	68,4	57,7	51,8
Käyttökate (EBITDA)	9,7	10,4	12,3	5,6	8,7	6,2
Oikaistu liikevoitto (EBIT)	3,5	5,8	7,4	0,5	-3,9	1,1
Liikevoitto (EBIT)	5,7	5,4	7,1	-4,4	-3,5	3,8
Tulos ennen veroja	3,7	2,7	5,2	-6,6	-4,7	1,5
Nettotulos	2,8	2,0	4,1	-5,4	-5,4	0,8
Osakekohtainen tulos	0,1	0,1	0,23	-0,03	-0,29	-0,08
Vapaa kassavirta	4,1	-0,6	4,6	-3,6	8,2	4,0

Avainluvut	2019	2020	2021	2022	2023	2024e
Liikevaihdon kasvu-%	2,5 %	3,7 %	14,2 %	-0,9 %	-15,7 %	-10,2 %
Käyttökate-%	16,7 %	17,2 %	17,8 %	8,1 %	15,1 %	12,0 %
Oik. liikevoitto-%	6,0 %	9,6 %	10,7 %	0,7 %	-6,7 %	2,2 %
Liikevoitto-%	9,8 %	8,8 %	10,3 %	-6,4 %	-6,1 %	7,3 %
ROE-%	12,1 %	7,8 %	15,0 %	-21,4 %	-27,1 %	4,7 %
ROI-%	10,8 %	9,7 %	12,3 %	-7,8 %	-7,1 %	8,8 %
Omavaraisuusaste	31,9 %	35,5 %	36,9 %	30,3 %	30,1 %	32,5 %
Nettovelkaantumisaste	97,9 %	99,9 %	92,6 %	139,4 %	142,3 %	123,8 %

Osakelukuja	2019	2020	2021	2022	2023	2024e
EPS (oikaistu)	0,05	0,15	0,23	-0,03	-0,29	-0,08
Kassavirta / osake	0,21	-0,03	0,24	-0,19	0,42	0,21
Osinko / osake	0,00	0,15	0,10	0,00	0,00	0,00
Omapääoma / osake	1,27	1,37	1,44	1,16	0,89	0,93

Lähde: Inderes

Ennusteet 1/4

Vuonna 2025 ennustamme tuloskäänteen jatkumista, mitä myös rahoitusrakenne vaatii

Vuoden 2024 lopulla tai 2025 alussa toteutettavan yritysmyyntin myötä liikevaihtoennusteemme laski 3 % vuodelle 2025. Laskimme samalla hieman korkokuluja, kun ennustamme yhtiön saavan ostettua takaisin omaa kallista joukkovelkakirjalainaansa 2 MEUR:n edestä. Korkokulujen lasku riippuu kuitenkin siitä, kuinka paljon yhtiö saa ostettua takaisin markkinoilta. Näin korkokuluihin liittyy pientä epävarmuutta, mutta tämän vaikutus on kuitenkin pieni. Kokonaisuutena on positiivista on kuitenkin hieman matalampi velkaantuneisuus.

Vuonna 2024 Solteqin tuloskäänteen otti ensimmäiset askelmerkit. Arvioimme liikevaihdon laskevan 4 % 50 MEUR:oon myydyin liiketoiminnan ajamana vuonna 2025. Orgaanisesti arvioimme liikevaihdon olevan vertailukauden tasolla. Segmenttitasolla odotamme molempien segmenttien orgaanisesti olevan lähes vertailukauden tasolla, mutta laskevan vielä H1'25:llä ja hieman kasvavan H2'25:llä. Odotamme Utilities liikevaihdon rakenteen kuitenkin paranevan ja jatkuvien tuottojen omista ohjelmistoista kasvavan. Utilities liiketoiminnan osalta olisi tärkeää saada muutama referenssi-asiakas Tanskasta, jotta kyseisessä liiketoiminnassa päästäisiin myös kansainväliesti kasvamaan. Suomessa yhtiö hakee kyseiselle liiketoiminnalle markkinaosuuden kasvattamista omien ohjelmistojen ajamana. Retail & Commerce osalta yhtiö odottaa maltillista kasvua ja erityisesti kannattavuuden parantumista, mutta tätä hidastaa, kuten sanottu, kannattavan liiketoiminnan myynti.

Oikaistun liikevoiton arvioimme nousevan 2,4

MEUR:oon tai 4,8 %:iin liikevaihdosta (2024e: oik. 1,1 MEUR) vuonna 2025. Olemme oikaisseet tuloksesta Tanskan terveydenhuollon myynnistä arvioimamme 3 MEUR:n myyntivoiton. Tulosta tukee tehdyt tehostamistoimet, parempi liikevaihdon rakenne ja laskutusasteiden nousu (kun Utilities korjaukset on saatu tehtyä). Tulosta rajoittaa arvioimme mukaan hyvän Tanskalaisen tuloskoneen myynti (~0,4 MEUR) vuonna 2024.

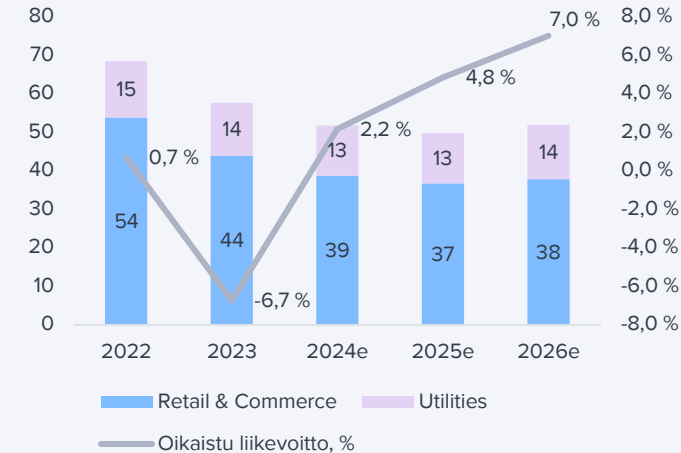
Rahoituskulut ovat suuret ja tulostaso ei arvioimme mukaan aivan riittävä kattamaan niitä. Tämä riippuu kuitenkin myös siitä, paljonko yhtiö saa ostettua takaisin joukkovelkakirjalainaansa. Ennustamme nettotuloksen olevan -0,2 MEUR vuonna 2025. Arvioimme oikaistun osakekohtaisen tuloksen jäävän -0,01 euroon, emmekä luonnollisesti odota yhtiön maksavan osinkoja tilikaudelta.

Kokonaisuutena odotamme siis tuloskäänteen etenevän varsin selvästi vuonna 2025. Tuloskäänteen on kuitenkin jatkuttava myös seuraavina vuosina, jotta rahoituskulut saadaan katettua, lainaa maksettua takaisin ja ollaan paremmissa asemassa uudelleenrahoittamaan jäljellejäävä laina.

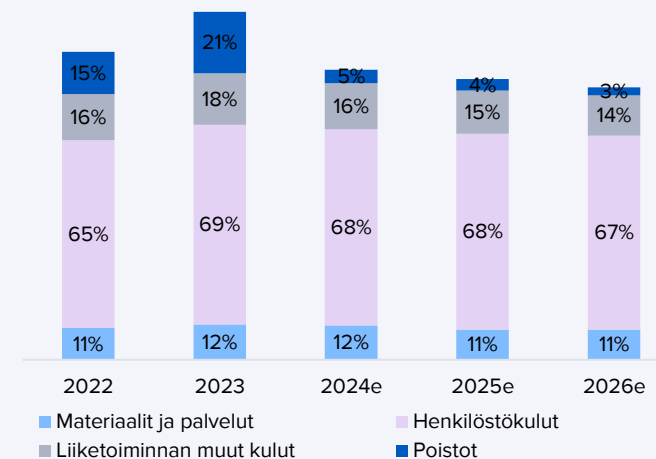
Pitkän aikavälin tavoitteisiin nähden ennustamme siis yhtiön jäävän molempien segmenttien osalta kasvu- ja kannattavuustavoitteestaan.

Pidämme lisäksi uusia strategisesti ei-keskeisten liiketoimintojen myyntejä mahdollisina lähivuosina. Myynnit selkeyttäisivät rakennetta sekä parantaisivat fokusta ja taseasemaa. Arvioimme Solteqin irtautuvan lyhyellä/keskipitkällä -aikavälillä sen Retail & Commerce -segmenttiin sisältyvistä kypsässä vaiheessa olevista autokaupan ja Alkon ratkaisuksista, mutta myynnit eivät luonnollisesti sisälly vielä ennusteisiimme.

Liikevaihdon kehitys segmenteittäin ja oikaistu konsernin EBIT-%



Kustannusrakenne, % liikevaihdosta



Ennusteet 2/4

Vuosina 2026-2027 ennustamme tärkeän tuloskäänteen jatkuvan

Vuodet 2026-27 ovat Solteqin sijoittajatarinassa keskiössä monesta näkökulmasta katsottuna. Utilities-liiketoiminnalta seurataan mahdollista vahvempaa kansainvälistä laajentumista, joka tekisi sijoitustarinasta jälleen selvästi mielenkiintoisemman. Lisäksi Retail & Commercen tuloskäänteen jatkuminen mahdollistaisi tuloskunnan lisäksi mahdollisen liiketoiminnan myynnin selvästi nykyistä parempaan hintatasoon. Tämä taas antaisi yhtiölle huomattavasti enemmän liikkumavaraa investoida Utilities-liiketoimintaan orgaanisesti ja erityisesti epäorgaanisesti. Tällä hetkellä ennusteemme heijastelevat selvää tuloskäännettä, mutta ei kuitenkaan edellä kuvattua mielenkiintoista potentiaalia.

Arvioimme konsernin liikevaihdon kasvavan 4-5 % vuosina 2026-27. Segmenttitasolla arvioimme Utilities-liiketoiminnan vetävän kasvua noin 8 %-yksikön myötä, mitä ajaa jatkuvat tuotot ohjelmistoliiketoiminnoista. Arvioimme kuitenkin molempien segmenttien jäävän pidemmän aikavälin kasvutavoitteistaan (tavoite: Utilities 15 % ja Retail & Commerce 8 % ennusteet ~8 % ja ~3 %).

Liikevoitto-%:n arvioimme vahvistuvan asteittain reiluun 7 %:iin vuonna 2026. Kannattavuusparannusta ajaa käytännössä lähes kokonaan Utilities-segmentti. Ennustamme Utilitiesin kannattavuuden nousevan 8 %:iin ja Retail and Commerce -segmentin kannattavuuden olevan 7 %:n tasolla (pitkän aikavälin tavoite 18 % ja 8 %).

Pitkän aikavälin tavoitteisiin nähden ennustamme siis yhtiön jäävän molempien segmenttien osalta

kasvu- ja kannattavuustavoitteestaan myös vuosina 2026-27, vaikka yhtiön strategiakausi ei tänne ulotukaan.

Ennustamamme suhteellisen selvän tuloskäänteen myötä rahoitusrakenteen myötä takapainotteisesti nousevat rahoituskulut saadaan vain juuri ja juuri katettua vuonna 2026. Näin joukkovelkakirjalainan takaisinmaksuun ei juurikaan jää varaa. Ennusteemme siis pitävät sisällään, että laina joudutaan uudelleenrahoittamaan, mutta ennustamamme tuloskunto pitäisi tehdä siitä huomattavasti helpompaa ja edullisempää. Oikaistu osakekohtainen tulos nousee arviomme mukaan 0,03 euroon vuonna 2026 ja 0,10 euroon vuonna 2027.

Kasvu- ja kannattavuusennusteemme voidaan osin mieltää maltillisiksi, sillä yhtiöllä on myös näyttöjä hyvästä tai jopa vahvasta tekemisestä vuosilta 2020-21, molempien segmenttien osalta. Kuinka paljon tästä hyvästä tuli vahvan markkinan ja Utilities liiketoiminnan ”yli-myyntin” myötä on vaikea arvioida. Yhtiön viime vuosien tuoteongelmat Utilities-liiketoiminnassa ja Retail & Commercen heikko kysyntä pitävät meidät kuitenkin varovaisena. Markkinaympäristö on selvästi muuttunut ja yhtiö joutuu todistamaan uudestaan molempien liiketoimintojen kilpailuetuja. Lisäksi kansainvälistymiseen liittyy myös nähdäksemme merkittäviä riskejä, koska maakohtainen regulaatio ja vaadittava räätälöinti tekevät markkinaa menosta suhteellisen vaikeaa. Ääriesimerkki markkinan vaikeudesta onkin nyt nähty Suomessa. Näin kansainvälistyminen ja sen myötä vahvempi kasvu vaatii näyttöjä.



Solteqin kasvuajurit

Pitkä aikaväli

- Energiamarkkinan murros tarjoaa mahdollisuuksia
- Digitalisaatio ja verkkokaupan kasvu kiihdyttää ja kasvattaa markkinaa
- Laajentuminen vahvemmin Pohjoismaihin Utilities-liiketoiminnassa tällä vuosikymmenellä ja Pohjoismaiden ulkopuolelle pidemmällä aikavälillä
- Kansainvälinen kasvu Commerce & Retail –asiantuntija- ja ohjelmistoliiketoiminnassa
- Yritysostot ja hidasteina liiketoimintamyynnit

Lyhyt aikaväli

- Utilities-ongelmien päättyminen ja fokus myyntiin sekä toimituksiin
- Laajentuminen Tanskan markkinaa Utilities-liiketoiminnassa
- Kääntyminen jälleen kasvuun Retail & Commerce – segmentissä
- Hidasteina mahdolliset liiketoimintamyynnit



Solteqin kannattavuusajurit

- Utilities ongelmien päättyminen ja painopisteen siirto kohti jatkuvia tuotteita omista ohjelmistoratkaisuista sekä sen skaalautuminen kannattavuuteen
- Tehokkuuden parantaminen – laskutusasteiden nousu palveluliiketoiminnoissa
- Palkkainflaation, vaihtuvuuden ja asiakashintojen kehityksen hallitseminen
- Ohjelmistoliiketoiminnan osuuden kasvaminen
- Korkokulujen pienentyminen uudelleenrahoituksen ja velan lyhentämisen seurauksena

Ennusteet 3/4

Pitkän aikavälin ennusteet

Pitkällä aikavälillä Solteqin ennusteet riippuvat hyvin pitkälti siitä miten yhtiön kansainvälistyminen ja ohjelmistojen kaupallistaminen etenee. Vuosina 2028-2033 ennustamme Solteqin maltillisesti kasvavan 3-4 % vuosittain. Kasvun ajurina ennusteissamme toimii Utilities-segmentti, johon yhtiö panostaa selvästi vahvemmin. Ennustamme EBIT-%:n vahvistuvan 8 %:iin myöskin Utilities-segmentin vetämänä kansainvälisten markkinoiden kypsyessä.

Onnistuessaan ohjelmistoliiketoiminnan kansainvälistymisessä on ennusteissamme edelleen selvää nousuvaraa. Samalla tämä antaisi näkyvyyttä ja luottamusta tukeutua myös pidemmän aikavälin ennusteisiin, mikä tällä hetkellä on näkemysmme mukaan vielä liian aikaista. Yhtiö tavoittelee segmentissä 50 % osuutta jatkuville ohjelmistopalveluille. Pohjoismaan markkinassa voisi olla edellytykset melko tiukalla keskittymisellä noin 50 MEUR liikevaihtoon, jonka jälkeen kasvu olisi haastavampaa. Tällöin kannattavuuden tulisi skaalautua erittäin hyvälle tasolle (~30 % EBIT-%). Pidemmällä aikavälillä näemme laajentumisen muualle Eurooppaan mahdollisena, mitä kuluvan vuosikymmenen aikana nähtävä energiamarkkinan murros tukee.

Tase vahvistuu hitaasti

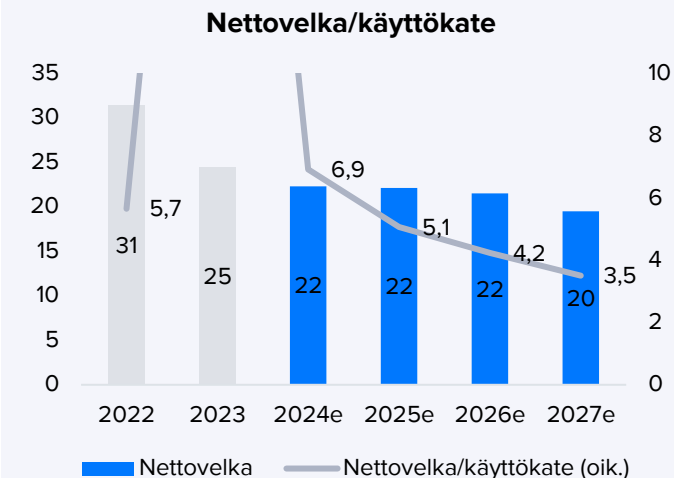
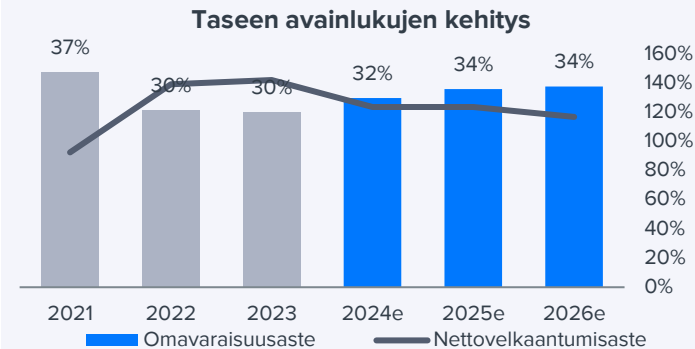
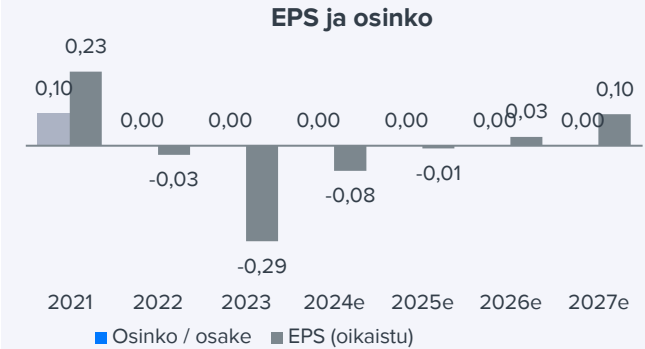
Ennusteissamme omavaraisuusaste nousee Q3'24:n 29 %:sta vain 31 %:iin vuonna 2026e ja vastaavasti nettovelkaantumisaste laskee 124 %:iin

156 %:sta. Nettovelka/käyttökate on arviomme mukaan 3x-7x-tasolla vuosina 2024-27e. Olemme oikaisseet myyntivoitot tuloksesta. Nettovelan arviomme laskevan pääosin Tanskan liiketoiminnan myyntivoiton myötä. Muuten korkeat rahoituskulut syövät suuren osan tuloksesta. Korkotason pysyessä nykytasolla yhtiöllä tulisi tuloskäänteen edetessä ennustetusti kuitenkin olla hyvät mahdollisuudet uudelleen rahoittaa nykyinen ~13 %:n koron JVK-laina selvästi paremmin ehdoin, mutta ei nähdäksemme juurikaan pienemmällä kokonaisvelan määrällä.

Solteqin varojen jakoa ja muun kuin JVK:n ehtoissa erikseen sallitun uuden velan ottamista koskevat taloudelliset kovenantit ovat seuraavat:

- Nettovelka/käyttökate ei ylitä 4x
- Käyttökate/nettokorkokulut ei alita 3x
- Omavaraisuusaste vähintään 27,5 %

Solteq Q3'24: Odotettu parannus kannattavuudessa



Ennusteet 4/4

Tuloslaskelma	2021	2022	Q1'23	Q2'23	Q3'23	Q4'23	2023	Q1'24	Q2'24	Q3'24	Q4'24e	2024e	2025e	2026e	2027e
Liikevaihto	69,1	68,4	16,9	14,3	12,2	14,3	57,7	13,6	13,4	11,4	13,4	51,8	49,8	51,9	54,2
Retail & Commerce	44,3	42,1	13,4	10,8	9,2	10,5	44,0	10,4	10,0	8,5	9,7	38,7	36,7	37,8	39,1
Utilities	24,8	26,3	3,5	3,4	3,0	3,8	13,7	3,2	3,4	2,9	3,7	13,1	13,1	14,1	15,1
Käyttökate	12,3	5,6	1,3	7,7	0,5	-0,8	8,7	0,4	0,6	0,9	4,4	6,2	4,4	5,1	5,6
Poistot ja arvonalennukset	-5,1	-10,0	-1,4	-1,4	-1,2	-8,3	-12,2	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6	-2,4	-2,0	-1,4	-1,5
Liikevoitto ilman kertaeriä	7,4	0,5	0,1	-1,9	-0,7	-1,4	-3,9	-0,2	0,0	0,6	0,8	1,1	2,4	3,6	4,1
Liikevoitto	7,1	-4,4	-0,1	6,3	-0,7	-9,1	-3,5	-0,2	0,0	0,3	3,8	3,8	2,4	3,6	4,1
Retail & Commerce	5,6	3,2	1,2	7,9	0,4	-4,2	5,2	0,4	0,4	0,4	0,8	2,1	2,2	2,6	2,9
Utilities	1,6	-7,6	-1,3	-1,5	-1,1	-4,9	-8,7	-0,7	-0,4	-0,1	-0,1	-1,2	0,2	1,0	1,1
Nettorahoituskulut	-1,9	-2,2	0,4	-0,6	-0,5	-0,6	-1,2	-0,5	-0,5	-0,8	-0,6	-2,3	-2,6	-3,0	-1,7
Tulos ennen veroja	5,2	-6,6	0,4	5,8	-1,2	-9,7	-4,7	-0,7	-0,5	-0,5	3,2	1,5	-0,2	0,7	2,3
Verot	-1,1	1,2	-0,1	-2,1	0,2	1,4	-0,7	0,0	0,0	0,0	-0,6	-0,6	0,0	-0,1	-0,5
Vähemmistöosuudet	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettotulos	4,1	-5,4	0,2	3,7	-1,0	-8,3	-5,4	-0,7	-0,5	-0,5	2,5	0,8	-0,2	0,5	1,9
EPS (oikaistu)	0,23	-0,03	0,02	-0,15	-0,05	-0,11	-0,29	-0,04	-0,03	0,01	-0,02	-0,08	-0,01	0,03	0,10
EPS (raportoitu)	0,21	-0,28	0,01	0,19	-0,05	-0,43	-0,28	-0,04	-0,03	-0,03	0,13	0,04	-0,01	0,03	0,10

Tunnusluvut	2021	2022	Q1'23	Q2'23	Q3'23	Q4'23	2023	Q1'24	Q2'24	Q3'24	Q4'24e	2024e	2025e	2026e	2027e
Liikevaihdon kasvu-%	14,2 %	-0,9 %	-12,1%	-20,4 %	-14,9 %	-15,6 %	-15,7 %	-19,7 %	-6,1 %	-6,5 %	-6,2 %	-10,2 %	-3,8 %	4,3 %	4,5 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%		-93,7 %	-96 %	-419 %	32 %	17 %	-933 %	-505 %	-100 %	-192 %	-154 %	-129,0 %	114,2 %	51,0 %	11,9 %
Käyttökate-%	17,8 %	8,1 %	7,6 %	53,9 %	4,4 %	-5,8 %	15,1 %	2,6 %	4,6 %	7,8 %	32,6 %	12,0 %	8,8 %	9,8 %	10,3 %
Oikaistu liikevoitto-%	10,7 %	0,7 %	0,4 %	-13,1 %	-5,5 %	-9,8 %	-6,7 %	-1,8 %	0,0 %	5,4 %	5,6 %	2,2 %	4,8 %	7,0 %	7,5 %
Nettotulos-%	5,9 %	-7,9 %	1,2 %	25,7 %	-8,0 %	-58,1 %	-9,3 %	-5,2 %	-3,8 %	-4,5 %	19,0 %	1,6 %	-0,3 %	1,0 %	3,5 %

Ennustemuutokset	2024e	2024e	Muutos	2025e	2025e	Muutos	2026e	2026e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	51,8	51,8	0 %	51,4	49,8	-3 %	53,6	51,9	-3 %
Käyttökate	3,2	6,2	93 %	4,8	4,4	-10 %	5,2	5,1	-2 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	1,1	1,1	0 %	2,9	2,4	-17 %	3,8	3,6	-3 %
Liikevoitto	0,8	3,8	373 %	2,9	2,4	-17 %	3,8	3,6	-3 %
Tulos ennen veroja	-1,5	1,5	194 %	0,3	-0,2	-167 %	0,4	0,7	58 %
EPS (ilman kertaeriä)	-0,08	-0,08	6 %	0,01	-0,01	-167 %	0,02	0,03	58 %

Tase

Vastaavaa	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Pysyvät vastaavat	61,1	45,5	44,5	44,0	44,1
Liikearvo	46,5	40,6	40,6	40,6	40,6
Aineettomat hyödykkeet	9,1	1,2	0,4	0,0	0,0
Käyttöomaisuus	3,4	1,8	1,7	1,6	1,6
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut sijoitukset	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4
Muut pitkäaikaiset varat	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
Laskennalliset verosaamiset	1,4	1,2	1,2	1,2	1,2
Vaihtuvat vastaavat	13,3	11,7	11,0	8,5	9,3
Vaihto-omaisuus	0,1	0,1	0,1	0,0	0,1
Muut lyhytaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Myyntisaamiset	11,1	9,8	8,3	8,0	8,3
Likvidit varat	2,1	1,9	2,7	0,5	1,0
Taseen loppusumma	74,3	57,2	55,5	52,6	53,4

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Oma pääoma	22,5	17,2	18,0	17,9	18,4
Osakepääoma	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Kertyneet voittovarot	8,2	3,0	3,8	3,6	4,1
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Muu oma pääoma	13,3	13,3	13,3	13,3	13,3
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pitkäaikaiset velat	26,7	1,3	23,6	21,7	21,6
Laskennalliset verovelat	0,8	0,6	0,6	0,6	0,6
Varaukset	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0
Korolliset velat	25,9	0,7	23,0	21,1	21,0
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Lyhytaikaiset velat	25,1	38,6	13,9	13,0	13,4
Korolliset velat	7,6	25,7	2,0	1,5	1,5
Lyhytaikaiset korottomat velat	17,5	12,9	11,9	11,4	11,9
Muut lyhytaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Taseen loppusumma	74,3	57,2	55,5	52,6	53,4

Sijoitusprofiili

1.

Molempien liiketoimintojen tuloskäänteen on jatkuttava, jotta rahoitusrakenne saadaan katettua

2.

Tuotteiden kilpailukyvyyn osoittaminen ja kansainvälistyminen kasvuajureina

3.

Markkinalla edelleen hyvät pitkän aikavälin kysyntäfundamentit

4.

Tase on vivutettu ja velkaraha kallista

5.

Osakkeen arvostus lyhyellä aikavälillä kireä, mutta tuloskäänteen onnistuessa maltillinen keskipitkällä aikavälillä

Potentiaali



- Pitkällä aikavälillä kasvavat markkinat
- Omat tuotteet kasvun ja kannattavuuden ajureina
- Kansainvälistyminen tuote- ja palveluliiketoiminnan osalta
- Yritysmyyntit
- Onnistuessaan Utilities-liiketoiminnan kilpailukyvyyn parantamisessa ja kansainvälistymisessä on arvostuksessa selvää nousuvaraa
- Tehokkuustasoissa selkeää skaalautumisvaraa

Riskit



- Tuloskäänteen epäonnistuminen ja siten rahoituskustannusten kattamisen ja uudelleenrahoituksen riski
- Utilities-liiketoiminnan tuotekehitys- ja laatuongelmien pitkittyminen, mikä rajaisi myös kansainvälistymismahdollisuuksia
- Palkkainflaation ja asiakashintojen hallinnassa epäonnistuminen
- Projektiriskit ja asiakkaiden neuvotteluvoima
- Yrityskaupoissa epäonnistuminen

Arvonmääritys 1/4

Arvonmäärityksen taustat

Solteqin arvonmääritykseen liittyy paljon epävarmuutta nykytilanteessa. Lyhyen aikavälin operatiivisesta tuloksesta ei saada tukea ja rahoituskulut vetävät nettotuloksen vielä pakkaselle tai lähelle nollaa. Samaan aikaan pidemmän aikavälin potentiaaliin on vaikea vielä tukeutua nykyhetkessä, kun tulostäätänne on alkumetreillä. Lisäksi mikäli nykyisten liiketoimintojen tulokunto pysyisi nykyisen kaltaisena muodostuisi velkaantumisesta ja rahoituskulujen kattamisesta ongelma. Tulospohjaisesti arvonmääritys vaatii vähintään keskipitkää aikahorisonttia. Solteqin osakekurssi on romahtanut likimain alimmille tasoilleen 2010-luvulla ja yhtiö onkin profiililtaan selkeä käänne-yhtiö. Ylivoimaisesti selkein kurssijuri on mielestämme kannattavuuden kehitys. Utilities-liiketoiminnan ongelmien ja tulostäätänneeseen liittyvän epävarmuuden ollessa yhä korkealla, on matalalle osakurssille mielestämme myös hyviä perusteita.

Pohjaamme arvonmäärityksemme absoluuttisiin arvostuskertoimiin ja verrokkiarvonmääritykseen. Lisäksi tukevat menetelmänä käytämme osien summa - ja DCF-menetelmiä.

Tulospohjaisesti kireä arvostus, mutta liikevaihtopohjainen arvostus kieliä potentiaalista

Tarkastelemme Solteqin arvonmäärityksessä EV/EBIT-, EV/Liikevaihto- ja P/E-kertoimia. Yritysarvopohjaiset kertoimet huomioivat korkean nettovelan, mutta eivät huomioi sen kallista rakennetta. Siten myös P/E-kerroin on hyvin relevantti. Käytämme myös liikevaihtopohjaista EV/Liikevaihto-kerrointa, koska Solteqin tulostaso on lähivuosina alle potentiaalisen sekä historiassa nähdyin tason.

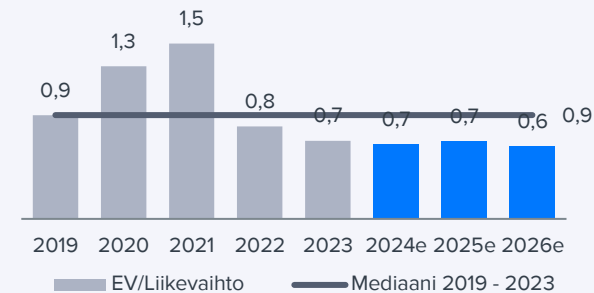
Potentiaalia on selvästi jos yhtiö saa rahoitusrakenteen uudelleenjärjesteltyä paremmin ehdoin. Lisäksi merkittävä ja arviomme mukaan nopeiten kasvava osa liikevaihdosta on hyvin skaalautuvaa ja jatkuvaa ohjelmistoliiketoimintaa, mikä tukee myös liikevaihtokertoimien tarkastelua nykyisessä kehitysvaiheessa. Vuoden 2024 kertoimet eivät vielä huomioi pienen Tanskan terveydenhuolto-liiketoiminnan myyntiä. Tämän takia vuoden 2025 ovat parempi lähtökohta arvonmääritykselle, mutta toisaalta ne odottavat selvän tulostäätänneen jatkumista, mikä tietenkin on yhä epävarmaa.

Vuoden 2024e tulostäätänne ovat EV/EBIT-kertoimen kautta 30x ja 14x vuosina 2024-2025, mikä on kireä taso. Vastaavat P/E-kertoimet ovat rahoituskulujen ajamana negatiiviset. Vastaavat EV/Liikevaihto-kertoimet ovat 0,7x, mikä on houkutteleva taso, kun huomioidaan 1) yhtiön kasvu- ja kannattavuuspotentiaali ja 2) suurehko ja kasvava osuus jatkuvia tuotteita omista ohjelmistoista. Kokonaisuutena heikkoa tulostäätänne ei kuitenkaan voi poissulkea, jonka takia arvostus kokonaisuutena kääntyy vielä kireäksi.

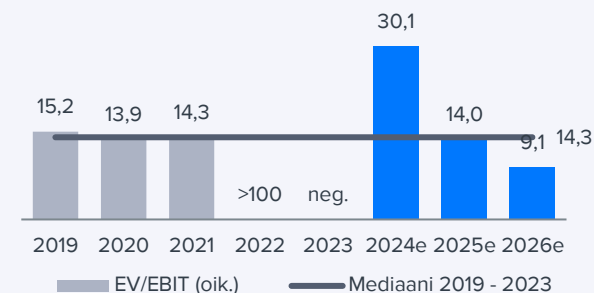
Verrokkiryhmän kuvaus

Sijoitusprofiililtaan Solteq tulee mielestämme asemoida pääosin Pohjoismaisten IT-palveluyhtiöiden joukkoon nykyhetkessä, erityisesti, kun transformaatio tuote- ja ohjelmistoyhtiön suuntaan on kokenut hidasteita ja on vielä kesken. Omien ohjelmistojen jatkuvan liikevaihdon osuuden kasvaessa (erityisesti Utilities-liiketoiminnassa) voidaan yhtiötä alkaa asteittain painottamaan enemmän myös tuote-yhtiönä. Tämän vuoksi verrokkiryhmässä on mukana myös pohjoismaisia ohjelmistoyhtiöitä.

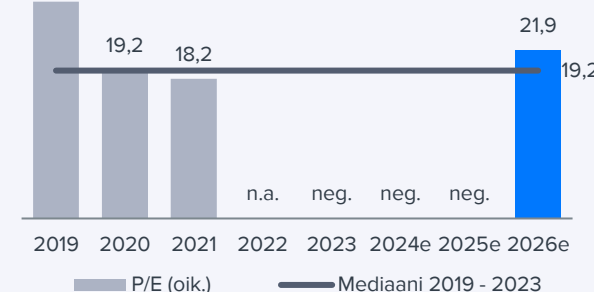
EV/Liikevaihto



EV/EBIT



P/E (oik.)



Arvonmääritys 2/4

Solteqille on siis löydettävissä hyvä pohjoismainen vertailuryhmä palveluliiketoiminnan lisäksi myös ohjelmistoyhtiöistä, mihin arvostusta voidaan peilata. Yhtiöllä on puhtaisiin IT-palveluyhtiöihin verrattuna enemmän jatkuvaa ja skaalautuvaa tuoteliiketoimintaa, jonka myötä yhtiön potentiaalinen kannattavuustaso on keskimääräistä IT-palveluyhtiötä korkeampi. Utilitiesin kansainvälistymisen onnistuessa yhtiöllä on potentiaalia selvästi voimakkaampaan tuloskasvuun ja sille voidaan hyväksyä myös asteittain korkeampia arvostuskertoimia.

Verrokkiryhmässä olemme käyttäneet Inderesin ennusteita seuraamissamme IT-palveluyhtiöissä, mikä huomioi verrokkien liikearvopoistot ja PPA-poistot sekä parantaa vertailukelpoisuutta suomalaisten IT-palveluyhtiöiden välillä. Hyväksymme yhtiölle nyt sektorin arvostustason, sillä yhtiön riskiprofiili on yhä keskimääräistä korkeampi.

Suhteellisesti tuloskerroimet ovat selkeästi yli suomalaisten verrokkien ja pohjoismaisten palveluyhtiöverrokkien. Vuosien 2024-25 EV/Liikevaihto-kertoimet ovat keskimäärin ~20 % alle suomalaisten ja pohjoismaisten verrokkien. Hyväksymme yhtiölle nykyisessä tilanteessa suomalaisiin verrokkeihin nähden hieman matalamman liikevaihtopohjaisen arvostuksen. Arvostusta tukee jatkuvan skaalautuvan ohjelmistoliiketoiminnan merkittävä osuus, mitä kuitenkin rajaa heikko tulostaso ja kallis rahoitusrakenne. Verrokkiryhmän arvostus on mielestämme tällä hetkellä myös jo suhteellisen matalalla tasolla. Kokonaisuutena pidämme yhtiön tulos pohjaisia kertoimia kireinä ja liikevaihtopohjaista arvostusta varovaisen houkuttelevana.

Ohjelmistoyhtiöihin verrattuna Solteqin jatkuvan omiin

tuotteisiin perustuvan ohjelmistoliiketoiminnan osuus konsernin liikevaihdosta on noussut noin 5 %-yksikköä vuodessa ja on noin 25 % vuoden 2024e lopussa. Toisaalta yritysmyyntiin myötä se laskee hieman ensi vuonna, mutta arviomme mukaan korkeintaan noin 1 %-yksikön liikevaihdosta. Orgaaninen kasvu on kuitenkin ollut hyvällä tasolla. Liiketoiminnan ja osuuden kasvun jatkuessa tukee se luonnollisesti hyväksyttävää arvostustasoa.

DCF puoltaa varovaisuutta

Tuloskäännettä ja onnistunutta uudelleenrahoitusta odottava DCF-mallimme antaa arvoksi 0,67 euroa osakkeelta. Olemme käyttäneet 12 %:n tuottovaatimusta (WACC) ja oman pääoman tuottovaatimuksena 13 %. Käyttämämme vieraan pääoman kustannus (8 %) on matalampi kuin Solteqin nykyinen JVK:n korko (lähes 13 %), koska oletamme yhtiön pystyvän uudelleenrahoittamaan lainan paremmin ehdoin 2026. Terminaalikannattavuutena olemme käyttäneet 8 %:n liikevoittomarginaalia, mikä on selvästi yli nykytason, mutta olisi nähdäksemme konservatiivinen taso mikäli transformaatio vielä vahvemmin ohjelmistotaloksi onnistuu. Vuosille 2026-2032 ennustamme keskimäärin 4 %:n vuotuista kasvua ja terminaalikasvuna käytämme korkeahkoa 2 %:n kasvua.

Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	EV/EBIT		EV/Liikevaihto		P/E	
	2024e	2025e	2024e	2025e	2024e	2025e
Digia*	9,0	8,1	0,9	0,8	11,4	10,3
Digital Workforce*	31,2	10,9	1,0	0,8	47,0	19,1
Gofore*	13,5	12,3	1,8	1,7	17,9	16,9
Loihde*	16,5	10,0	0,4	0,4	22,9	12,9
Innofactor*	13,7	11,5	0,8	0,8	17,4	14,3
Netum Group*	8,7	8,7	1,0	0,9	12,0	11,4
Siili Solutions	12,2	11,3	0,5	0,5	16,6	14,7
Tietoevry*	8,5	8,3	1,1	1,1	8,4	8,3
Vincit*	29,2	7,3	0,3	0,3	98,5	12,9
Witted Megacorp*	11,2	7,2	0,3	0,3	18,6	13,2
Bouvet	15,3	13,7	2,0	1,8	18,7	17,0
CombinedX	9,7	7,2	0,7	0,6	12,7	9,1
Knowit	20,1	13,4	0,7	0,7	27,3	15,9
Netcompany Group	23,1	19,1	3,0	2,8	29,3	22,0
Admicom*	18,9	16,8	6,5	5,9	24,7	22,0
Leaddesk*	22,1	17,4	1,3	1,2	40,6	26,2
Qt Group*	22,3	17,1	7,8	6,2	29,2	22,7
Lime Technologies AB	35,5	28,4	6,9	6,1	48,7	37,5
Upsales Technology AB	19,6	17,0	3,5	3,0	26,2	21,8
Carasent ASA		35,9	4,2	3,3		51,4
FormPipe Software AB	34,0	17,0	2,6	2,3	42,0	20,9
Solteq (Inderes)	30,1	14,0	0,7	0,7	-7,7	-74,6
Keskisarvo	18,3	13,9	2,2	1,9	27,7	18,6
Mediaani pohjoismaiset IT-palveluyhtiöt	13,5	10,0	0,8	0,8	17,9	13,2
<i>Erotus-% vrt. mediaani</i>	<i>124 %</i>	<i>40 %</i>	<i>-22 %</i>	<i>-13 %</i>	<i>-143 %</i>	<i>-666 %</i>
Mediaani suomalaiset IT-palveluyhtiöt	12,8	9,3	0,9	0,8	17,7	13,0
<i>Erotus-% vrt. mediaani</i>	<i>135 %</i>	<i>49 %</i>	<i>-26 %</i>	<i>-14 %</i>	<i>-144 %</i>	<i>-673 %</i>
Mediaani pohjoismaisia ohjelmistoyhtiöitä	22,2	17,1	4,2	3,3	34,9	22,7
<i>Erotus-% vrt. mediaani</i>	<i>36 %</i>	<i>-18 %</i>	<i>-85 %</i>	<i>-79 %</i>	<i>-122 %</i>	<i>-429 %</i>

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

Arvonmääritys 3/4

Osien summan taustat – Korkea velkaantuminen korostaa tuotto-odotuksen hajontaa ja riskitasoa

Osakkeen arvostuksen hahmottaminen on mahdollista myös osien summan kautta, koska yhtiö raportoi jatkuvan omiin ohjelmistoihin perustuvan liikevaihdon erikseen molempien segmenttien osalta. Segmenttien välillä ei ole juurikaan synergioita, mutta tuoteliiketoiminta saa osittain vielä myyntitukea palveluliiketoiminnan maantieteellisestä läsnäolosta. Utilities-liiketoiminta on hyvin selkeästi Solteqin strategian keskiössä. Arvioimme Solteqin todennäköisesti irtautuvan myös jäljellä olevista kypsän vaiheen ohjelmistoliiketoiminnoista ja mahdollisesti myös hieman pidemmällä aikavälillä laajemmin Retail & Commerce -liiketoiminnoista. Tämän vuoksi osien summa –menetelmä on mielestämme varsin käyttökelpoinen Solteqin tapauksessa ja arvon purkautumiselle on useampia reittejä.

Solteqin osien summan käyttökelpoisuutta kuitenkin hieman himmentää se, että joudumme heikon tulostason ja yhtiön raportoinnin takia pohjautumaan liikevaihtopohjaiseen arvonmääritykseen, eikä tulospohjaiseen. Tämä ei siten huomioi heikkoa operatiivista tulostasoa tai kallista pääomarakennetta.

Osien summa laskelman ala-laita asettuu 0,17 euroon/osake, joka on selvästi alle nykykurssitason. Ylälaita sen sijaan asettuu 1,90 euroon ja keskiarvo 1,04 euroon. Korkea nettovelkaantuminen korostaa tuotto-odotuksen hajontaa ja riskitasoa. Lisäksi kallis velka laskee osien summaan nojaamisen houkuttelevuutta nykyhetkessä. Näin näemme perustelluksi hintatasoksi selvästi keskiarvoa matalamman tason, mutta alalaitaa selvästi korkeamman tason.

Osien summa – Pienempi arvo strategisesti tärkeämmässä Utilities-liiketoiminnassa

Jaamme osien summa laskelmamme molempien segmenttien arvonmäärityksen kahteen osaan: 1) jatkuvaan liikevaihtoon omista ohjelmistoista ja 2) palvelu- sekä muu ohjelmisto- ja laiteliikvaihtoon (Utilities tapauksessa kertaluonteinen ohjelmisto- ja laiteliikvaihto). Olemme määrittäneet laskelmassa ala- ja ylälaidat, joiden lisäksi katsomme näiden kahden keskiarvoa. Käyttämämme kertoimet eivät vaadi järin ihmeellistä kasvu- ja kannattavuuskehitystä ottaen huomioon liiketoimintojen pääomakevyt luonne. Tämä konservatiivinen linja on kuitenkin mielestämme perusteltua nykyisessä tilanteessa, jossa yhtiön toiminnassa on useita epävarmuutta sisältäviä osasia. Tukeudumme laskelmassa vuoden 2024 liikevaihtoennusteisiimme, koska ne ovat lähes toteutuneet, vaikkakin pieni yritysmyynti hieman laskee lukuja. Nettovelan arvona käytämme vuoden 2024 ennustettamme ja se huomioi liiketoimintamyynnistä saatavan kauppasumman.

Retail & Commerce. Arvotamme oman jatkuvan ohjelmistoliikvaihdon 1-2x liikevaihtokertoimella. Ohjelmistoliiketoiminnalle matalia oletuksiamme perustelee ohjelmistoliikvaihdon kypsän vaiheen ohjelmistojen suuri osuus. Arvioimme näiden olevan selkeästi kannattavia, mutta eivät erityisen korkean, sillä yhtiön koko segmentin tavoite on ”vain” 8 %:n EBIT-%. Alalaidan 1x liikevaihto on konservatiivinen, mutta olemme ottaneet varovaisen linjan, sillä koko segmentin kannattavuus on heikohkolla tasolla tällä hetkellä jo ennen hyvin kannattavan liiketoiminnan myyntiä. Muun liikevaihdon (palvelu- sekä muu ohjelmisto- ja laitemyynti) arvotamme 0,3x-0,7x – haarukalla. Haarukan ylälaita vastaa lähes IT-palveluyhtiöiden mediaania ja alalaita heikoimpia tasoja. Näillä menetelmillä segmentin yritysarvo olisi välillä 16-36 MEUR.

Arvostus, Retail & Commerce	2024e
Jatkuva liikevaihto omista ohjelmistoista, MEUR	6,5
Arvostus ala-laita, 1x liikevaihto	6,5
Arvostus ylä-laita, 2x liikevaihto	13,0
Muu liikevaihto	32,2
Arvostus ala-laita, 0,3x liikevaihto	9,7
Arvostus ylä-laita, 0,7x liikevaihto	22,5
Retail & Commerce yhteensä, keskiarvo	25,8
Arvostus yhteensä, ala-laita	16,1
Arvostus yhteensä, ylä-laita	35,5

Arvostus, Utilities	2024e
Jatkuva liikevaihto omista ohjelmistoista	6,0
Arvostus ala-laita, 1x liikevaihto	6,0
Arvostus ylä-laita, 3x liikevaihto	18,0
Muu liikevaihto	7,1
Arvostus ala-laita, 0,5x liikevaihto	3,6
Arvostus ylä-laita, 0,8x liikevaihto	5,7
Utilities keskiarvo	16,6
Arvostus yhteensä, ala-laita	9,5
Arvostus yhteensä, ylä-laita	23,7

Arvostus, Konserni	2024e
Konserni yritysarvo keskiarvo	42,4
Yritysarvo ala-laita	25,7
Yritysarvo ylä-laita	59,2
Nettovelka-ennuste, 2024e	22,3
Markkina-arvo keskiarvo	20,1
Markkina-arvo ala-laita	3,4
Markkina-arvo ylä-laita	36,8
Markkina-arvo per osake keskiarvo	1,04
Markkina-arvo ala-laita	0,17
Markkina-arvo ylä-laita	1,90

Arvonmääritys 4/4

Utilities. Arvotamme oman jatkuvan ohjelmistoliikevaihdon 1-3x liikevaihtokertoimella. Alalaidan 1x liikevaihto on tavallaan konservatiivinen, mutta nykytilanteessa ongelmien ratkaisu on kestänyt odotettua pidempään sekä käänne vasta alkumetreillä ja siten mielestämme perusteltu. Ongelmien selvittäessä näemme tukipisteen siirtyvän ylempiin haarakas- ja siten operatiivisen tekemisen lisäksi olisi kertoimissa myös nousuvaraa. Toinen hyväksytty arvostusta nostava tekijä olisi merkit kansainvälistymisen onnistumisesta. Muun liikevaihdon (palvelu- sekä kertaluonteinen ohjelmisto- ja laitemyynti) arvotamme 0,5x-0,8x –haarakalla, mikä heijastelee hieman R&C-palveluliikevaihtoa korkeampaa tasoa, sillä arvioimme kannattavuuspotentiaalin olevan parempi Utilities-liiketoiminnassa. Näillä menetelmillä Utilities-segmentin yritysarvo olisi välillä 10-24 MEUR. Haarakka on leveä ja liiketoiminnan päästessä lähemmäs tavoiteltuja kasvu- ja kannattavuustasoja, olisi sen arvo tätä vielä selkeästi korkeampi.

Arvonmäärityksen yhteenveto

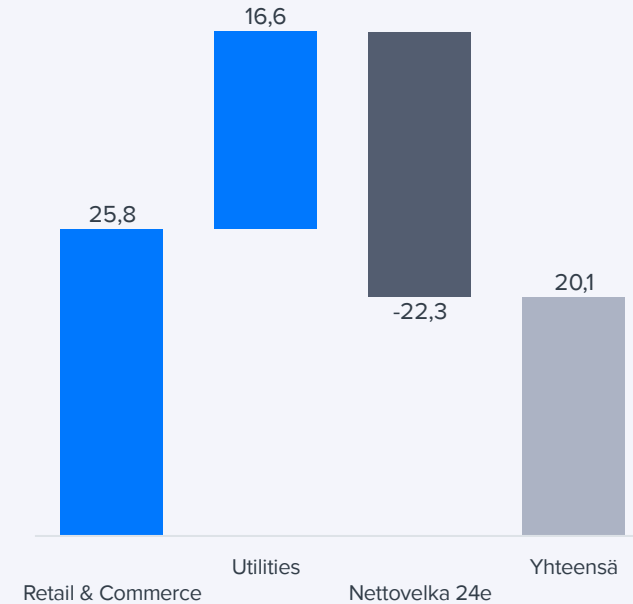
Solteq on profiililtaan selkeä käännetyhtiö ja nykyhetkessä yhtiön arvonmääritykseen liittyy epävarmuutta. Epävarmuus johtuu siitä, että operatiivinen tuloskäännä on vasta alkumetreillä ja sen on jatkuttava, jotta kallis rahoitusrakenne saadaan katettua ja uudelleenrahoitettua paremmin ehdoin 2 vuoden päästä.

Absoluuttisesti ja suhteellisesti tuloskertoimet ovat kireät tai niistä ei saada tukea, johtuen heikosta/negatiivisesta nettotuloksesta. Liikevaihtopohjaisesti kertoimet ovat varovaisen maltilliset, mutta orastava tuloskäännä ja rahoitusrakenne pitävät kuitenkin varovaisena. Tuloskäänteen ja uudelleenrahoituksen ennustavilla

oletuksilla DCF-menetelmä antaa yhtiön käyväksi arvoksi hieman nykytasoa korkeamman hinnan, mikä ei kuitenkaan riitä positiiviseen näkemykseen. Osien summan kautta taas haarakka on hyvin leveä, johtuen korkeasta velkaantuneisuudesta. Osien summan käyttökelpoisuutta myös hieman hämärtää tällä hetkellä heikko tulostaso ja kallis velkaraha, kun arvotamme sitä liikevaihdon kautta. Näin tukeudumme osien summan keskiarvoa alempaan, mutta alalaitaa selvästi korkeampaan tasoon, mikä on suhteellisen hyvin linjassa markkinan hinnoitteluun nykykurssiin. Näkemyksemme mukaan käyvä arvo haarakka on 0,5-0,7 euroa osakkeelta. Toistamme 0,6 euron tavoitehintamme ja vähennä-suosituksemme

Korkeamman arvostuksen hyväksyminen vaatisi parempaa näkyvyyttä tuloskäänteen kulmakertoimeen ja sen jatkumiseen sekä siten uudelleenrahoituksen onnistumiseen. Näin tuloskäänteen jatkuminen on polttavassa fokuksessa ensi vuonna.

Osien summa,
Keskiarvo, MEUR



Arvostustaulukko

Arvostustaso	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	2027e
Osakekurssi	1,49	2,80	4,11	1,23	0,76	0,59	0,59	0,59	0,59
Osakemäärä, milj. kpl	19,3	19,3	19,4	19,4	19,4	19,4	19,4	19,4	19,4
Markkina-arvo	29	54	80	24	15	11	11	11	11
Yritysarvo (EV)	53	81	106	55	39	34	34	33	31
P/E (oik.)	28,2	19,2	18,2	n.a.	neg.	neg.	neg.	21,9	6,1
P/E	10,2	27,3	19,4	neg.	neg.	13,9	neg.	21,9	6,1
P/B	1,2	2,0	2,8	1,1	0,9	0,6	0,6	0,6	0,6
P/S	0,5	0,9	1,2	0,3	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2
EV/Liikevaihto	0,9	1,3	1,5	0,8	0,7	0,65	0,68	0,64	0,57
EV/EBITDA	5,4	7,8	8,6	10,0	56,5	5,4	7,7	6,5	5,6
EV/EBIT (oik.)	15,2	13,9	14,3	>100	neg.	30,1	14,0	9,1	7,6
Osinko/tulos (%)	0,0 %	146,3 %	47,3 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Osinkotuotto-%	0,0 %	5,4 %	2,4 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %

Lähde: Inderes

Verrokkiryhmän arvostus

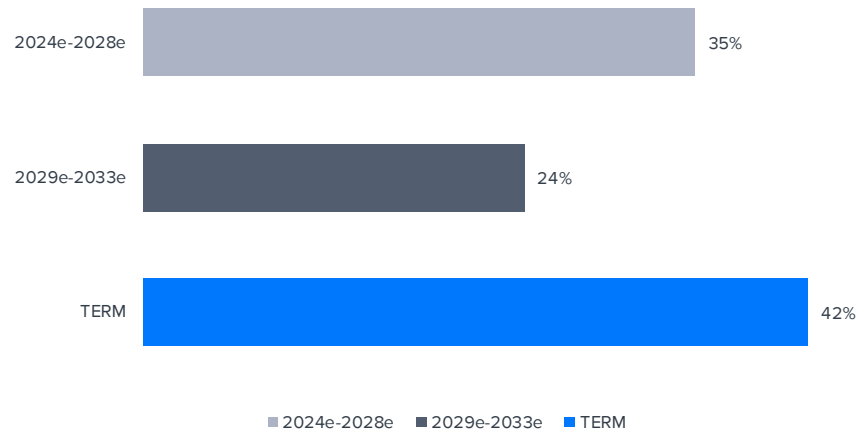
Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Markkina-arvo MEUR	Yritysarvo MEUR	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%	
			2024e	2025e	2024e	2025e	2024e	2025e	2024e	2025e	2024e	2025e
Digia*	179	191	9,0	8,1	7,6	6,8	0,9	0,8	11,4	10,3	2,9	3,2
Digital Workforce*	41	27	31,2	10,9	26,4	10,0	1,0	0,8	47,0	19,1		
Gofore*	360	332	13,5	12,3	11,3	10,7	1,8	1,7	17,9	16,9	2,2	2,5
Loihde*	61	58	16,5	10,0	6,1	4,5	0,4	0,4	22,9	12,9	3,7	5,5
Innofactor*	60	67	13,7	11,5	9,3	7,5	0,8	0,8	17,4	14,3	4,8	5,3
Netum Group*	36	42	8,7	8,7	8,4	8,3	1,0	0,9	12,0	11,4	4,9	5,6
Silli Solutions	48	55	12,2	11,3	7,4	6,3	0,5	0,5	16,6	14,7	2,2	2,5
Tietoevry*	2007	3002	8,5	8,3	7,4	7,0	1,1	1,1	8,4	8,3	8,9	9,1
Vincit*	30	22	29,2	7,3	24,9	6,0	0,3	0,3	98,5	12,9	5,4	8,2
Witted Megacorp*	25	17	11,2	7,2	14,0	7,0	0,3	0,3	18,6	13,2		
Bouvet	629	661	15,3	13,7	12,4	11,3	2,0	1,8	18,7	17,0	4,7	5,3
CombinedX	53	53	9,7	7,2	5,5	4,5	0,7	0,6	12,7	9,1		
Knowit	313	383	20,1	13,4	7,9	6,7	0,7	0,7	27,3	15,9	2,3	3,1
Netcompany Group	2360	2686	23,1	19,1	17,3	14,7	3,0	2,8	29,3	22,0		
Admicom*	240	229	18,9	16,8	18,4	16,5	6,5	5,9	24,7	22,0	1,4	1,6
Leaddesk*	36	40	22,1	17,4	8,6	7,5	1,3	1,2	40,6	26,2		
Qt Group*	1734	1662	22,3	17,1	21,4	16,5	7,8	6,2	29,2	22,7		
Lime Technologies AB	394	412	35,5	28,4	22,7	19,8	6,9	6,1	48,7	37,5	1,1	1,4
Upsales Technology AB	47	44	19,6	17,0	14,5	12,1	3,5	3,0	26,2	21,8	4,7	4,7
Carasent ASA	129	102		35,9	28,6	13,3	4,2	3,3		51,4		
FormPipe Software AB	117	117	34,0	17,0	12,0	9,0	2,6	2,3	42,0	20,9	2,8	4,0
Solteq (Inderes)	11	34	30,1	14,0	5,4	7,7	0,65	0,68	-7,7	-74,6	0,0	0,0
Keskiarvo			18,3	13,9	13,6	9,6	2,2	1,9	27,7	18,6	3,7	4,6
Mediaani pohjoismaiset IT-palveluyhtiöt			13,5	10,0	8,4	7,0	0,8	0,8	17,9	13,2	3,8	5,3
<i>Erotus-% vrt. mediaani</i>			124 %	40 %	-35 %	10 %	-22 %	-13 %	-143 %	-666 %	-100 %	-100 %
Mediaani suomalaiset IT-palveluyhtiöt			12,8	9,3	8,8	7,0	0,89	0,79	17,7	13,0	4,2	5,4
<i>Erotus-% vrt. mediaani</i>			135 %	49 %	-39 %	10 %	-26 %	-14 %	-144 %	-673 %	-100 %	-100 %
Mediaani pohjoismaisia ohjelmistoyhtiöitä			22,2	17,1	18,4	13,3	4,2	3,3	34,9	22,7	2,1	2,8
<i>Erotus-% vrt. mediaani</i>			36 %	-18 %	-70 %	-42 %	-85 %	-79 %	-122 %	-429 %	-100 %	-100 %

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

DCF-laskelma

DCF-laskelma	2023	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	-15,7 %	-10,2 %	-3,8 %	4,3 %	4,5 %	4,0 %	4,0 %	4,0 %	3,0 %	3,0 %	2,0 %	2,0 %
Liikevoitto-%	-6,1 %	7,3 %	4,8 %	7,0 %	7,5 %	7,5 %	7,5 %	7,5 %	8,0 %	8,0 %	8,0 %	8,0 %
Liikevoitto	-3,5	3,8	2,4	3,6	4,1	4,2	4,4	4,6	5,0	5,2	5,3	
+ Kokonaispoistot	12,2	2,4	2,0	1,4	1,5	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6	1,6	
- Maksetut verot	-0,7	-0,6	0,0	-0,1	-0,5	-0,5	-0,6	-0,7	-0,8	-0,9	-0,9	
- verot rahoituskuluista	0,2	-0,5	-0,5	-0,6	-0,3	-0,3	-0,3	-0,2	-0,2	-0,1	-0,1	
+ 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	-3,2	0,5	-0,1	0,1	0,2	0,1	0,2	0,2	0,1	0,1	0,1	
Operatiivinen kassavirta	5,0	5,6	3,7	4,5	4,9	5,1	5,2	5,4	5,7	5,8	6,0	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	0,0	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	3,2	-1,5	-1,5	-1,5	-1,5	-1,6	-1,6	-1,6	-1,6	-1,6	-1,6	
Vapaa operatiivinen kassavirta	8,2	4,0	2,3	3,0	3,4	3,5	3,6	3,8	4,1	4,2	4,3	
+/- Muut	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	8,2	4,0	2,3	3,0	3,4	3,5	3,6	3,8	4,1	4,2	4,3	43,8
Diskontattu vapaa kassavirta		4,0	2,0	2,4	2,4	2,2	2,0	1,9	1,8	1,7	1,5	15,6
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		37,6	33,6	31,6	29,2	26,8	24,6	22,5	20,7	18,8	17,2	15,6
Velaton arvo DCF		37,6										
- Korolliset velat		-26,4										
+ Rahavarat		1,9										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		0,0										
Oman pääoman arvo DCF		13,0										
Oman pääoman arvo DCF per osake		0,67										

Rahavirran jakauma jaksoittain



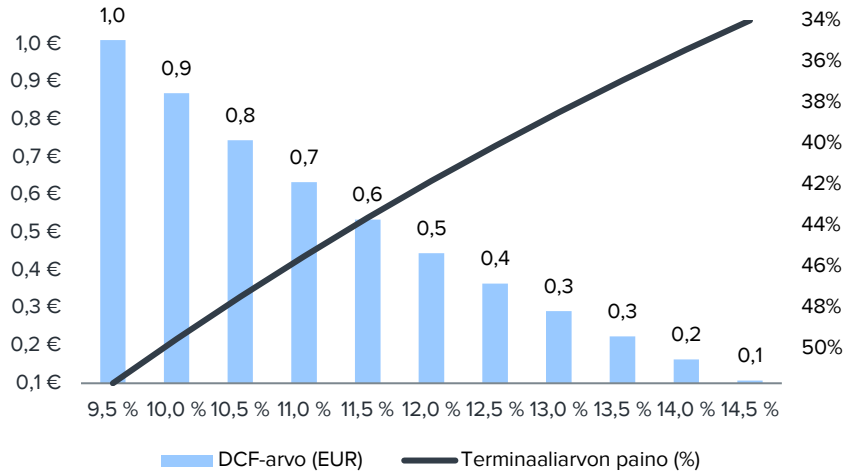
Pääoman kustannus (WACC)

Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	15,0 %
Vieraan pääoman kustannus	8,0 %
Yrityksen Beta	2,00
Markkinoiden riski-preemio	4,75 %
Likviditeettipreemio	1,00 %
Riskitön korko	2,5 %
Oman pääoman kustannus	13,0 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	12,0 %

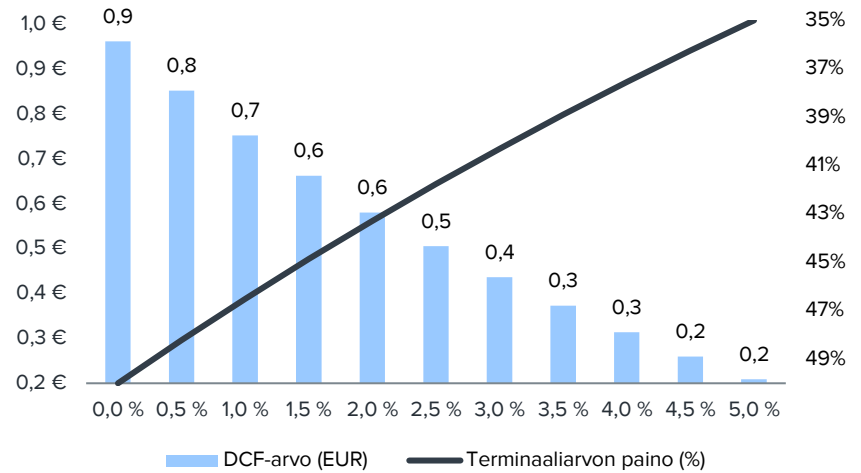
Lähde: Inderes

DCF:n herkkyysskalkelmat ja avainoletukset graafeina

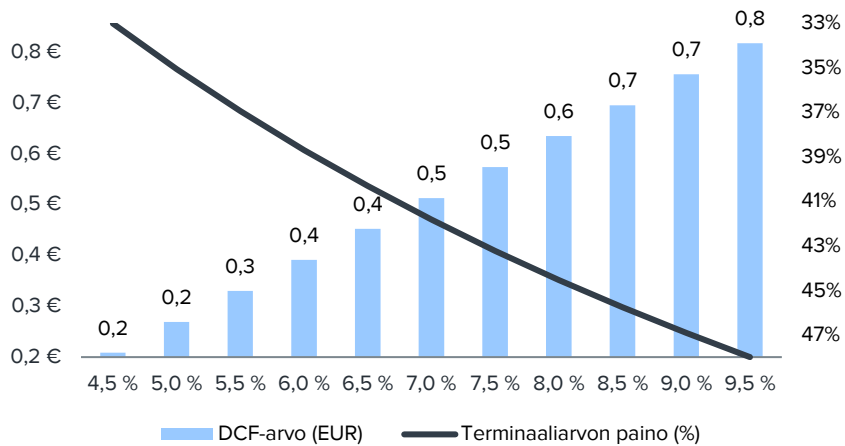
DCF-arvon herkkyys muutoksille WACC-%:ssa



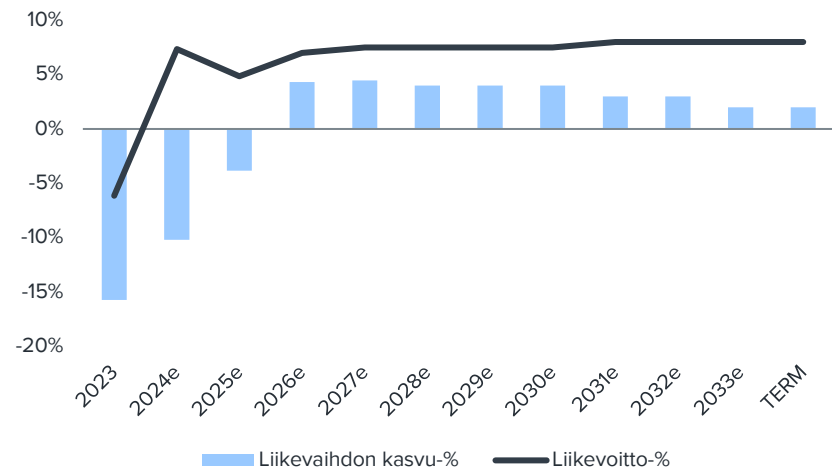
DCF-arvon herkkyys muutoksille riskittömässä korossa



DCF-arvon herkkyys muutoksille terminaalin liikevoittomarginaalissa (EBIT-%)



DCF-laskelman kasvu- ja kannattavuusoletukset



Lähde: Inderes. Huomaa, että terminaaliarvon paino (%) on esitetty käänteisellä asteikolla selkeyden vuoksi.

Yhteenveto

Tuloslaskelma	2021	2022	2023	2024e	2025e	Osakekohtaiset luvut	2021	2022	2023	2024e	2025e
Liikevaihto	69,1	68,4	57,7	51,8	49,8	EPS (raportoitu)	0,21	-0,28	-0,28	0,04	-0,01
Käyttökate	12,3	5,6	8,7	6,2	4,4	EPS (oikaistu)	0,23	-0,03	-0,29	-0,08	-0,01
Liikevoitto	7,1	-4,4	-3,5	3,8	2,4	Operat. kassavirta / osake	0,62	0,29	0,26	0,29	0,19
Voitto ennen veroja	5,2	-6,6	-4,7	1,5	-0,2	Vapaa kassavirta / osake	0,24	-0,19	0,42	0,21	0,12
Nettovoitto	4,1	-5,4	-5,4	0,8	-0,2	Omapääoma / osake	1,44	1,16	0,89	0,93	0,92
Kertaluontoiset erät	-0,3	-4,9	0,3	2,7	0,0	Osinko / osake	0,10	0,00	0,00	0,00	0,00
Tase	2021	2022	2023	2024e	2025e	Kasvu ja kannattavuus	2021	2022	2023	2024e	2025e
Taseen loppusumma	75,8	74,3	57,2	55,5	52,6	Liikevaihdon kasvu-%	14 %	-1 %	-16 %	-10 %	-4 %
Oma pääoma	28,0	22,5	17,2	18,0	17,9	Käyttökateen kasvu-%	18 %	-55 %	57 %	-28 %	-30 %
Liikearvo	42,3	46,5	40,6	40,6	40,6	Liikevoiton oik. kasvu-%	28 %	-94 %	-933 %	-129 %	114 %
Nettovelat	25,9	31,4	24,5	22,3	22,1	EPS oik. kasvu-%	55 %	-112 %	961 %	-74 %	-90 %
Kassavirta	2021	2022	2023	2024e	2025e	Käyttökate-%	17,8 %	8,1 %	15,1 %	12,0 %	8,8 %
Käyttökate	12,3	5,6	8,7	6,2	4,4	Oik. Liikevoitto-%	10,7 %	0,7 %	-6,7 %	2,2 %	4,8 %
Nettokäyttöpääoman muutos	1,1	0,6	-3,2	0,5	-0,1	Liikevoitto-%	10,3 %	-6,4 %	-6,1 %	7,3 %	4,8 %
Operatiivinen kassavirta	12,0	5,6	5,0	5,6	3,7	ROE-%	15,0 %	-21,4 %	-27,1 %	4,7 %	-0,9 %
Investoinnit	-7,3	-9,4	3,2	-1,5	-1,5	ROI-%	12,3 %	-7,8 %	-7,1 %	8,8 %	5,8 %
Vapaa kassavirta	4,6	-3,6	8,2	4,0	2,3	Omavaraisuusaste	36,9 %	30,3 %	30,1 %	32,5 %	34,0 %
						Nettovelkaantumisaste	92,6 %	139,4 %	142,3 %	123,8 %	123,8 %
Arvostuskertoimet	2021	2022	2023	2024e	2025e						
EV/Liikevaihto	1,5	0,8	0,7	0,7	0,7						
EV/EBITDA	8,6	10,0	56,5	5,4	7,7						
EV/EBIT (oik.)	14,3	>100	neg.	30,1	14,0						
P/E (oik.)	18,2	neg.	neg.	neg.	neg.						
P/B	2,8	1,1	0,9	0,6	0,6						
Osinkotuotto-%	2,4 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %						

Lähde: Inderes

Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

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

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

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

Inderes antaa seuraamilleen osakkeille tavoitehinnan. Inderesin käyttämä suositusmetodologia perustuu osakkeen 12 kuukauden kokonaistuotto-odotukseen (sis. kurssinousu ja osingot) ja huomioi Inderesin näkemyksen tuotto-odotukseen liittyvästä riskistä. Suosituspolitiikka on neliportainen suosituksiin myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään 2-4 kertaa vuodessa yhtiöiden osavuosikatsausten yhteydessä, mutta suosituksia ja tavoitehintoja voidaan muuttaa myös muina aikoina markkinatilanteen mukaisesti. Annetut suositukset tai tavoitehinnat eivät takaa, että osakkeen kurssi kehittyisi tehdyn arvion mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonmääritysmenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi. Käytettävät arvonmääritysmenetelmät ja tavoitehinnan perusteet ovat aina yhtiökohtaisia ja voivat vaihdella merkittävästi riippuen yhtiöstä ja (tai) toimialasta.

Inderesin suosituspolitiikka perustuu seuraavaan jakaumaan suhteessa osakkeen 12 kuukauden riskikorjattuun kokonaistuotto-odotukseen.

Osta	Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on erittäin houkutteleva
Lisää	Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on houkutteleva
Vähennä	Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on heikko
Myy	Osakkeen riskikorjattu 12 kk tuotto-odotus on erittäin heikko

Osakkeen 12 kuukauden riskikorjatun kokonaistuotto-odotuksen yllä esitettyjen määritelmien mukainen arviointi on yhtiökohtaista ja subjektiivista. Siten eri osakkeilla samansuuruiset 12 kk kokonaistuotto-odotukset voivat johtaa eri suosituksiin eikä eri osakkeiden suosituksia ja 12 kk kokonaistuotto-odotuksia tule verrata keskenään. Tuotto-odotuksen vastapuolena toimii sijoittajan Inderesin näkemyksen mukaan ottama riski, joka vaihtelee voimakkaasti eri yhtiöiden ja tilanteiden välillä. Korkea tuotto-odotus ei siis välttämättä johda positiiviseen suositukseen riskien ollessa poikkeuksellisen suuria, eikä matala tuotto-odotus johda vastaavasti negatiiviseen suositukseen riskien ollessa Inderesin näkemyksen mukaan maltillisia.

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

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

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

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

Inderes on tehnyt tässä raportissa suosituksen kohteena olevan liikkeeseen laskijan kanssa sopimuksen, jonka osana on tutkimusraporttien laatiminen.

Suosituksien historia (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
30.10.2019	Vähennä	1,45 €	1,41 €
25.2.2020	Vähennä	1,45 €	1,45 €
28.2.2020	Vähennä	1,30 €	1,33 €
5.4.2020	Vähennä	1,00 €	1,00 €
4.5.2020	Vähennä	1,10 €	1,08 €
14.8.2020	Lisää	1,60 €	1,47 €
30.10.2020	Osta	2,00 €	1,59 €
8.12.2020	Vähennä	3,00 €	3,00 €
3.2.2021	Lisää	3,40 €	2,96 €
26.2.2021	Osta	4,80 €	4,04 €
2.3.2021	Osta	5,60 €	4,84 €
30.4.2021	Osta	7,00 €	6,08 €
13.8.2021	Lisää	7,50 €	6,80 €
29.10.2021	Osta	6,00 €	4,57 €
18.2.2022	Lisää	4,60 €	3,92 €
29.4.2022	Osta	4,60 €	3,23 €
26.5.2022	Lisää	3,00 €	2,66 €
12.8.2022	Lisää	2,30 €	1,99 €
28.10.2022	Lisää	1,40 €	1,19 €
17.2.2023	Vähennä	1,40 €	1,40 €
3.5.2023	Vähennä	1,40 €	1,29 €
5.5.2023	Vähennä	1,40 €	1,26 €
12.6.2023	Lisää	1,40 €	1,20 €
23.8.2023	Vähennä	1,15 €	1,06 €
27.10.2023	Vähennä	0,80 €	0,76 €
16.2.2024	Vähennä	0,80 €	0,78 €
2.5.2024	Myy	0,55 €	0,65 €
23.8.2024	Myy	0,60 €	0,73 €
25.10.2024	Vähennä	0,60 €	0,65 €
29.11.2024	Vähennä	0,60 €	0,59 €

Inderes yhdistää pörssiyritykset ja sijoittajat. Asiakkainamme on yli 400 pohjoismaista pörssiyritystä, jotka haluavat palvella sijoittajia tarjoamalla parempaa sijoittajaviestintää. Yhteisöömme kuuluu yli 70 000 aktiivista sijoittajaa.

Yhteiskunnallisena tavoitteenamme on demokratisoida tieto finanssimarkkinoilla.

Rakennamme pörssiyritysten tarpeisiin ratkaisuja, joiden avulla voidaan tehdä tehokasta ja oikeat kohderyhmät tavoitettavaa sijoittajaviestintää. Liikevaihdostamme suurin osa muodostuu pörssiyrityksiä asiakailta, joille tarjottavia päätuotteitamme ovat Tilausanalyysi, Virtuaalitapahtumaratkaisut (Flik), Yhtiökokousratkaisut sekä Teknologia- ja IR-ratkaisut.

Sijoittajayhteisölle tarjoamme palveluita, joiden avulla jäsenet voivat oppia ja kehittyä, tutustua muihin sijoittajiin sekä saada ajantasaista tietoa sijoituspäätösten tueksi.

Inderes on listattu Nasdaq First North markkinapaikalla ja toimii Suomessa, Ruotsissa, Norjassa ja Tanskassa.

Inderes Oyj

Itämerentori 2

00180 Helsinki

+358 10 219 4690

Palkittua analyysia osoitteessa [inderes.fi](https://www.inderes.fi)



STARMINE
ANALYST AWARDS
FROM REFINITIV



THOMSON REUTERS
ANALYST AWARDS



Juha Kinnunen
2012, 2016, 2017, 2018, 2019, 2020



Mikael Rautanen
2014, 2016, 2017, 2019



Sauli Vilén
2012, 2016, 2018, 2019, 2020



Antti Viljakainen
2014, 2015, 2016, 2018, 2019, 2020



Olli Koponen
2020



Joni Grönqvist
2019, 2020



Erkki Vesola
2018, 2020



Petri Gostowski
2020



Atte Riikola
2020

**Analyysi kuuluu
kaikille.**