

Solteq

Laaja raportti

12.6.2023 20:00



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



Frans-Mikael Rostedt
+358 44 327 0395
frans-mikael.rostedt@inderes.fi

✓ Inderes Yhtiöasiakas

inde
res.

Matka jatkuu kaupan alan konsultista vahvemmin energia-alan tuotetaloksi

IT-palveluja ja toimialaratkaisuja tarjoavan Solteqin 2010-luku oli haastava, välissä oli pari hyvää vuotta ja nyt yhtiö hakee taas uutta vauhtia. Päivitetyin strategian myötä yhtiö hakee nyt kannattavaa kasvua selkeämmällä toimialafokuksella ja omilla tuoteratkaisuilla. Seuraavat vuodet ovat erittäin kriittisiä strategian onnistumisen kannalta, erityisesti energia-liiketoiminnassa. Tulokäänteen ajoitukseen ja kulmakertoimeen liittyy selkeää epävarmuutta, mutta päästessään edes lähelle taloudellisia tavoitteitaan on osakkeessa selvää nousuvaraa. Yhtiön arvostus hinnoittelee varsin pessimististä tulevaisuutta ja tuottoriskisuhde on kääntynyt jälleen varovaisen houkuttelevaksi madaltuneen riskitason sekä kurssilaskun myötä. Toistamme 1,4 euron tavoitehinnan ja käännyimme lisää-puolelle.

Matka jatkuu kaupan alan konsultista vahvemmin energia-alan tuotetaloksi

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, energia-alalla, valmistavassa teollisuudessa sekä hotelli- ja ravintola-alalla. Retail & Commerce vastaa noin 75 % ja Utilities 25 % liiketoimintakaupan huomioivasta liikevaihdosta vuonna 2023. Solteq on jatkanut perustan kehittämistä vahvuksiensa ympärille sekä muokannut tarjoamaa vahvemmin Utilities-segmentin ja tuotetalon suuntaan. Yhtiö on tehnyt pieniä täsmäryityksosia Utilities-liiketoimintaan viimeisen parin vuoden aikana ja myi suurehkon osan (25 %) retail-liiketoiminnasta Q2'23:lla.

Uusi strategia, rakenne ja taloudelliset tavoitteet

Yhtiö tarkensi joulukuussa strategiaansa vahvuksiensa ympärille sekä jakoi liiketoiminnot Retail & Commerce- ja Utilities-segmentteihin. Samalla yhtiö muutti johtamismallia pois maaorganisaatioista liiketoimintaohjatuiksi ja alaskirjasi robotiikka-liiketoiminnan parantaen fokusta. Taloudelliset tavoitteet ovat Retail & Commercen (kasvu $\geq 8\%$ ja EBIT-% $\geq 8\%$) osalta hyvinkin realistiset ja Utilities osalta (kasvu $\geq 15\%$ ja EBIT % $\geq 18\%$) kunnianhimoiset, vaikkakin saavutettavissa. Pidämme uusia divestointeja mahdollisina yhtiön keskittäessä fokusta valittuihin toimialoihin. Mahdolliset yritysostot ovat arviomme mukaan pieniä ja kohdistuvat Utilities-liiketoimintaan.

Seuraavat pari vuotta ovat hyvin mielenkiintoisia ja tärkeitä

Operatiivisesti viime vuodet ovat olleet vuoristorataa ja nyt haetaan uutta vauhtia kannattavalle kasvulle strategiapäivityksen askelmerkein. Ennusteemme ovat alle segmenttien tavoitetasojen ja odotamme vielä lisää näyttöjä erityisesti Utilities-käänteen osalta. Strategisesti tärkeää ja tuloskasvun kannalta kriittistä Utilities-kohdemarkkinaa jaetaan Ruotsissa ja Tanskassa seuraavan kahden vuoden aikana. Yhtiön on saatava tuotekehitys ja myynti toimimaan nopeasti, jotta se voisi päästä tavoitetasoihinsa. Ennustamme Solteqin kasvavan orgaanisesti -3...+6 % lähivuosina ja EBIT-%:n nousevan 6,3 %:iin vuonna 2025. Yritysmyyntit vahvistaisivat edelleen tasetta, parantaisivat fokusta ja mahdollistaisivat pienemmät yritysostot. Keskeisimmät riskit liittyvät tuotekehityksen laatuun ja nopeuteen, myyntiin sekä siten operatiivisen käänteen ajoitukseen ja kulmakertoimeen.

Tuottoriskisuhde on kääntynyt jälleen varovaisen houkuttelevaksi

Solteq on profiililtaan käänneyhtiö ja nykyhetkessä arvonmäärittelyyn liittyy epävarmuutta, kun tuloskerroimista ei saada tukea lähiaikoina ja riskit ovat koholla. Absoluuttisesti ja verrokkeihin nähden arvostus on varsin matala liikevaihtoon suhteutettuna (0,7x) huomioiden yhtiön kasvu- ja kannattavuuspotentiaali sekä pääomakevyt liiketoimintamalli. Matala EV/S rajaa myös laskuvaraa, kun huomioidaan jatkuva ohjelmistoliiketoiminta. Konservatiivisesti laadituilla SOTP- (1,1-2,5 €) ja DCF-menetelmillä (1,6 €) yhtiön käypä arvo on selvästi yli nykykurssin.

Suositus

Lisää

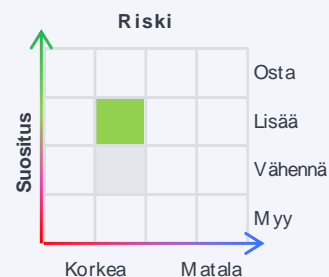
(aik. Vähennä)

1,40 EUR

(aik. 1,40 EUR)

Osakekurssi:

1,20



Avainluvut

	2022	2023e	2024e	2025e
Liikevaihto	68,4	60,2	59,4	62,7
kasvu-%	-1 %	-12 %	-1 %	6 %
EBIT oik.	0,5	-0,1	2,3	3,9
EBIT-% oik.	0,7 %	-0,1 %	3,9 %	6,3 %
Nettotulos	-5,4	5,3	2,6	2,1
EPS (oik.)	-0,03	-0,06	0,03	0,11
P/E (oik.)	neg.	neg.	38,4	11,2
P/B	1,1	0,8	0,8	0,7
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	2,5 %	5,8 %
EV/EBIT (oik.)	>100	neg.	17,5	9,8
EV/EBITDA	10,0	8,0	5,5	4,4
EV/Liikevaihto	0,8	0,7	0,7	0,6

Lähde: Inderes

Ohjeistus

(Ennallaan)

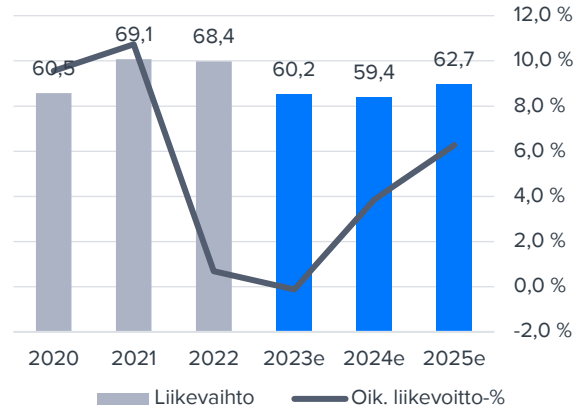
Solteq arvioi liikevaihdon olevan 60–62 MEUR ja liiketuloksen oikaistuna 8 MEUR:n myyntivoitosta olevan lievästi tappiollinen.

Osakekurssi



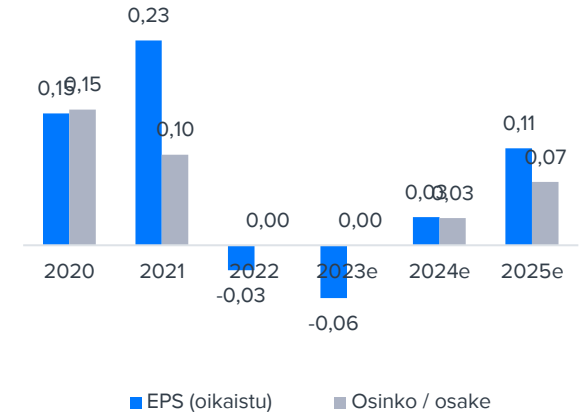
Lähde: Millstream Market Data AB

Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes



Arvoajurit

- Utilities-liiketoiminnan käänne
- Retail & Commerce kannattavuuden nousu
- Näkyvyyden parantuminen
- Orgaaninen ja yrityskauppavetoinen kasvu
- Yritysmyyntit
- Kassavirran parantuminen ja rahoituskustannusten keventäminen
- Taseriskin pienentyminen



Riskitekijät

- Utilities-liiketoiminnan tuotekehitys- ja laatuongelmien pitkittyminen, mikä rajaisi myös kansainvälistymismahdollisuuksia
- Myynnin epäonnistuminen ja siten operatiivisen käänteen lykkäytyminen ja kulmakertoimen loiveneminen
- Kansainvälistymisen epäonnistuminen
- Yrityskauppojen epäonnistuminen
- Korkeaahko velkaisuus suhteessa markkina-arvoon, vaikka tilanne selvästi parantunut
- Rahoituksen uudelleenjärjestelyyn liittyisi vielä pientä epävarmuutta, mikäli kassavirtaprofiili pysyy pidempään nykyisen kaltaisena

Arvostustaso	2023e	2024e	2025e
Osakekurssi	1,20	1,20	1,20
Osakemäärä, milj. kpl	19,4	19,4	19,4
Markkina-arvo	23	23	23
Yritysarvo (EV)	43	40	38
P/E (oik.)	neg.	38,4	11,2
P/E	4,4	8,9	11,2
P/Kassavirta	1,8	6,2	6,9
P/B	0,8	0,8	0,7
P/S	0,4	0,4	0,4
EV/Liikevaihto	0,7	0,7	0,6
EV/EBITDA (oik.)	8,0	5,5	4,4
EV/EBIT (oik.)	neg.	17,5	9,8
Osinko/tulos (%)	0 %	22 %	65 %
Osinkotuotto-%	0,0 %	2,5 %	5,8 %

Lähde: Inderes

Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	5-13
Toimiala	14-24
Kilpailu	25-29
Strategia	30-34
Historiallinen kehitys	35-38
Ennusteet	39-42
Sijoitusprofiili	43
Arvonmääritys	44-47
Taulukot	48-53
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	53

Solteq lyhyesti

Solteq on pohjoismainen IT-palveluiden ja ohjelmistoratkaisujen tarjoaja, joka on erikoistunut kaupan alan sekä energiasektorin ohjelmistoihin.

60 MEUR (-1 % vs. 2022)

Liikevaihto 2023e

23 % & 77 %

Utilities- ja Retail & Commerce –liiketoiminta, osuus 2023 ennusteesta

-0,1 MEUR (0,1 % lv:sta)

Oikaistu liikevoitto 2023e

2-4 MEUR tai 4-7 % liikevaihdosta

Investoinnit tuotekehitykseen (aktivoitu taseeseen) vuosina 2018-2022

635

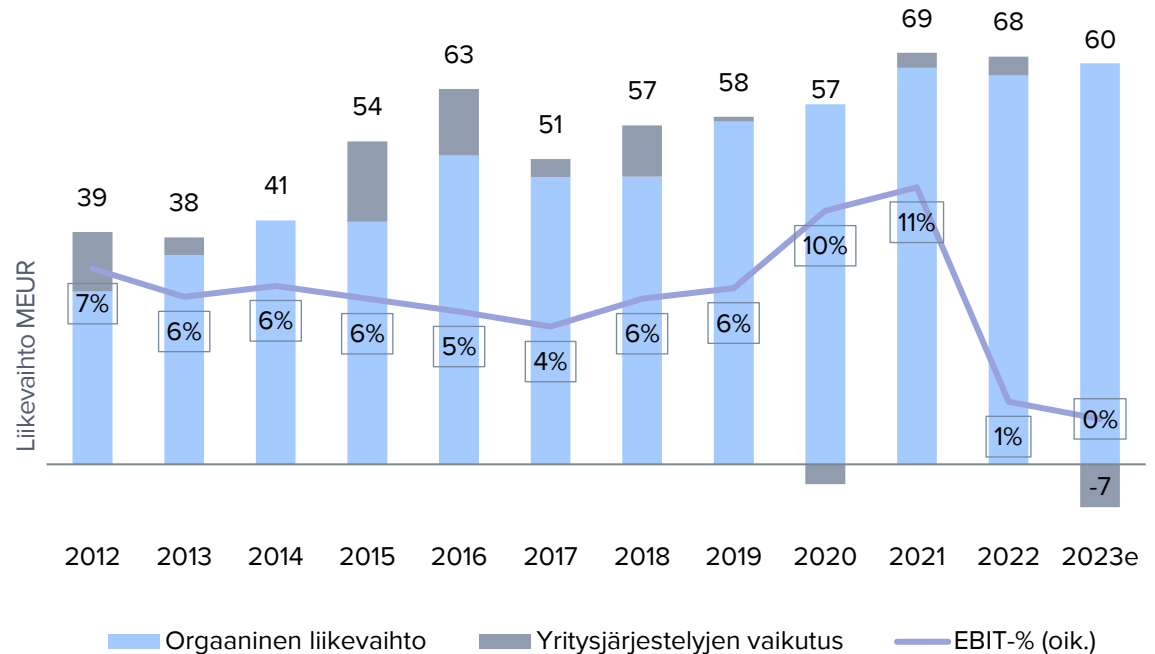
Henkilöstö Q1'23e lopussa

14 toimistoa 6 maassa

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

16 yritysjärjestelyä sitten vuoden 2012

12 yritysostoa ja 4 yritys-/liiketoimintamyyntiä



Yhtiökuvaus 1/5

Yhtiökuvaus

IT-palveluyhtiö omilla toimialaratkaisulla

Solteq on pohjoismainen IT-palveluiden ja ohjelmistoratkaisujen tarjoaja, joka on erikoistunut liiketoiminnan digitalisaatioon sekä toimialakohtaisiin ohjelmistoihin. 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 kahteen, Retail & Commerce- ja Utilities-segmenttiin.

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. Yhtiön asiakasmarkkinat ovat Pohjoismaat.

Solteqin palveluksessa on liiketoimintamyynnin jälkeen noin 575 IT-alan osaajaa. Solteqin liikevaihto vuonna 2023 on liiketoiminta-myyntiin myötä reilu 60 MEUR ja tulos lievästi tappiolla. Operatiivisesti yhtiö rakentaa tällä hetkellä pohjaa uudelle kannattavan kasvun vaiheelle.

Transformaatio kaupan alan palveluyhtiöstä vahvemmin digitalisiin ratkaisuihin ja omiin tuotteisiin

Solteq aloitti vuonna 2015 vahvemmin fokusoidaan digitaaliseen kaupankäyntiin Descom yritystoston kautta, minkä myötä yhtiö lähes tuplasi

kokonsa. Vuonna 2016 yhtiö lisäsi strategiaansa kansainvälisen kasvun elementin. Vuonna 2017 toimitusjohtaja vaihtui ja Solteq lähti vauhdittamaan liiketoiminnan transformaatiota kohti digitaalisia ratkaisuja ja kansainvälistä kasvua. Lisäksi yhtiö halusi hajauttaa asiakasportfoliota myös muihin kuin kaupan toimialoihin. Suurin muutos oli fokuusoituminen vahvemmin ohjelmisto- ja tuoteliiketoimintaan.

Solteq on viime vuosina investoinut noin 5 % liikevaihdostaan tuotekehitykseen. Solteqin tuloskäännöksi ja transformaatio tuotekehitykseksi näytti reilun vuoden (2020-2021 aikana) etenevän todella hyvin. Pääomistaja oli irtautunut, toimitusjohtaja irtisanoutui ja tämän jälkeen alkoi ilmaantumaan jo asennettujen installaatioiden ongelmia Utilities-liiketoiminnassa, joita yhtiö joutuu yhä korjaamaan. Samaan aikaan koronasta lisävauhtia saaneen palveluliiketoiminnan kysyntä hidastui. Uuden toimitusjohtajan myötä keväällä 2022 yhtiö alkoi tekemään korjaavia toimenpiteitä, tarkensi strategiaa, muutti johtamismallia (maakohtaisesta liiketoimintakohtaiseksi), alaskirjasi robotiikkaliiketoiminnan (johon oli panostettu vuosia voimakkaasti) ja myi merkittävän osan Retail-liiketoiminnasta. Nyt yhtiön askelmerkit ovat selvät, mutta perustan rakentaminen jatkuu vielä ainakin tämän vuoden.

Solteq on vauhdittanut muutosta kohti digitaalisia ratkaisuja ja ohjelmistoja sekä laajentanut asiakasportfoliotaan useilla yritysjärjestelyillä. Yhtiö on toteuttanut 16 yritysjärjestelyä 2012-lähtien, 12 yritysostoa ja 4 yritysmyyntiä. 2020-luvulla yhtiö on toteuttanut 3 pienehköä täsmähankintaa vahvistaen Utilities-liiketoimintaa ja yhden suurehkon Retail-liiketoimintojen myynnin.

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 suhteellisen voimakkaasti yritysjärjestelyin, vahvistanut Utilities liiketoimintaa ja myynyt retail-toimintoja
- Tuoteliiketoiminnan kannattavuudesta ja skaalautuvuudesta saatiin jo näyttöjä, mutta nyt yhtiö kehittää edelleen tuotetarjoomaa ja rakentaa perustaa kestäväälle ja kannattavalle kasvulle
- Solteqin tuoteperheet voidaan jakaa seuraaviin toimialoihin:
 - Vähittäis- ja tukkukauppa
 - Palvelualat
 - Energia ja vesitoimiala
 - Autokauppa
 - Muut

Yhtiökuvaus 2/5

Solteq on perinteisesti ollut vahva kaupan alan asiakkuuksissa. Kaupan alan murros sekä suurten asiakkaiden neuvotteluvoima painoivat kuitenkin Solteqin kehitystä 2010-luvulla. Kaupan ala on Suomessa hyvin keskittynyt ja asiakkaat ovat ottaneet suuren osan IT:n lisäarvopalveluista talon sisälle. IT-palvelutoimittajille on näin jäänyt pienempi osa ja matalamman lisäarvon palvelut tuotettavaksi, mistä juonsi juurensa Solteqin haasteet 2010-luvulla. Jo usean vuoden yhtiö on laajentanut asiakasportfoliotaan ja on nykyisin vähemmän riippuvainen kaupan alasta.

Liiketoimintamalli

Solteq organisoii liiketoimintansa uudelleen vuoden 2023 alussa ja siirtyi maakohtaisesta johtamismallista toimialalähtöiseen johtamismalliin. Samalla liiketoiminta jaettiin uusiin vastaaviin toimiala-segmentteihin. Johtamismallin muutos on tavallaan suhteellisen suuri, sillä nyt toimituksia tehdään maarajojen yli ja johdetaan liiketoiminnoittain. Aikaisemmin maat huolehtivat itse myynnistä ja toimitus tehtiin pääosin maakohtaisesti.

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 1/5). Maantieteellisesti Solteqin painopiste on edelleen vahvasti Suomessa, jossa on retail-toimintojen myynnin jälkeen arviomme mukaan noin 400 osaaajaa. Ulkomailta Tanskassa yhtiöllä on ~80, Ruotsissa ~20, Iso-Britanniassa muutama ja Puolan tuotekehitys- ja toimitusyksikössä noin 70

työntekijää.

Retail & Commerce

Retail & Commerce segmentti työllistää liiketoimintamyynnin jälkeen vajaa 400 työntekijää konsernin vajaasta 600 työntekijästä. Liikevaihto on liiketoimintamyynnin jälkeen arviomme mukaan 46 MEUR vuonna 2023, jossa on vielä mukana vajaa 4 MEUR liikevaihtoa myydystä liiketoiminnasta. Näin segmentti vastaa noin 75 % konsernin liikevaihdosta. Segmentin liikevaihto perustuu pääosin palveluliikevaihtoon, mikä vastasi Q1:llä reilu 80 % liikevaihdosta. Loput ovat jatkuvia tuottoja omista ohjelmistoista (reilu 10 %) sekä kolmansien osapuolien ohjelmisto ja laitemyyntiä (vajaa 10 %).

Retail & Commerce palvelut koostuvat asiakkaille toimitetuista verkkokauppajärjestelmistä, tiedonhallinnan ratkaisuksista ja operatiivisista järjestelmistä. Palveluliiketoiminta kattaa pilvestä tarjottavien IT-ratkaisujen koko elinkaareen ja sisältää konsultoinnin, asiakasjärjestelmien toteutuksen, jatkuvat kehityspalvelut ja ylläpidon. Retail & Commerce voidaan jatkossa jakaa kolmeen alueeseen, nyt kun ERP-liiketoiminta myytiin. Alueet käsittävät; 1) Commerce and Data, joka on pääosin konsultointia ja sisältää tuotehallintaa sekä kolmansien osapuolien ratkaisuja, 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. terveydenhuoltoon, autokaupan myynnin ja jälkimarkkinan ratkaisut sekä Alkon



Solteqin palvelut, Retail & Commerce

- Digitaalinen kaupankäynti
- Data ja analytiikka
- Liiketoimintajärjestelmät (osa divestoitui)
- Tuki- ja ylläpitopalvelut



Teknologia kumppanit



Yhtiökuvaus 3/5

Gold-järjestelmän. Ymmärryksemme mukaan Commerce & data sekä kaupanalan ohjelmistot ovat palvelualueita, joita yhtiö edelleen haluaa kehittää, vaikka ristiinmyyntimahdollisuudet hieman heikkenivät muiden [retail-toimintojen myynnin](#) myötä. Muut pienemmät toiminnot ovat ymmärryksemme mukaan kypsässä vaiheessa, eivätkä ole näkemyksemme mukaan strategian keskiössä ja pidämmekin näitä hyvin potentiaalisina myynnin kohteina. Keskipitkällä aikavälillä pidämme myös POS-ratkaisuja mahdollisena divestoinnin kohteena.

Solteqin asiakkaat ovat suuria ja keskisuuria. Ihanteellinen asiakaskoko on miljoonien liikevaihtokokoluokka, mihin yhtiö voi toimittaa koko elinkaaritarjoamansa. Keskipitkällä aikavälillä Solteq toimittaa pääsääntöisesti erillISRatkaisuja, kuten laajat verkkokaupparatkaisut. Palveluliiketoiminnan luonne on usean vuoden aikana siirtynyt kiinteähintaisista isoista projekteista kohti suuria kokonaisuuksia, jotka on pilkottu useaan pienempään tunti-laskutukseen perustuvaan hankkeeseen. Tämä on laskenut Solteqin riskiprofiilia. Ymmärryksemme mukaan suurin osa palveluliiketoiminnasta on tällä hetkellä tunti-laskutukseen perustuvaa.

Solteqilla on vielä suhteellisen pieni määrä asiakkaita, jotka käyttävät ratkaisuperhettä laajemmin ja yhtiö odottaa Retail Commerce Cloud-tuotepäähän parantavan kilpailuetua ja liikevaihdon kasvua. Korona on kuitenkin hidastanut liiketoiminnan kasvua. Suomessa kassapääteiden markkina on todella iso ja Solteqilla on siellä vasta muutamien prosenttien markkinaosuus. Kansainvälisesti tuote vaatii vielä parempaa

Solteqin tunnettuutta, ennen kuin tuotteelta voidaan odottaa kansainvälistä menestystä. 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.

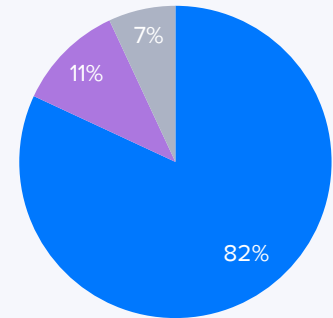
Maantieteellisesti yhtiö voi edelleen kasvaa Suomessa, mutta erityisesti muissa maissa yhtiöllä on selkeämmin kasvupotentiaalia. Segmentin kilpailu perustuu vahvaan toimialatuntemukseen ja kokeneisiin osaajiin, eikä teknologiaan. Tanskassa yhtiö on saanut onnistumisia nykyisillä ratkaisuillaan, kun Ruotsissa liiketoiminta perustui pääosin toukokuussa divestoituihin ratkaisuihin. Isossa kuvassa markkinakasvu ei ole yhtiön ongelma, vaan yhtiön on onnistuttava myynnissä.

Palveluliiketoiminnassa Solteq käyttää laajalti eri kolmansien osapuolten teknologioita, joista keskeisimmät ovat Microsoft, AWS, HCL, Informatica ja Magento.

Utilities

Utilities-liiketoiminta 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 TietoEVERY lopetti omat vastaavat Utilities-toimintonsa. Segmentti työllistää arviomme mukaan noin 200 työntekijää. Liikevaihto on arviomme mukaan noin 14 MEUR vuonna 2023 vastaten noin 25 %:a konsernin liikevaihdosta. Segmentin

Retail & Commerce, liikevaihdon jakauma



■ Palvelut
■ Jatkuvat tuotot omista ohjelmistoista
■ Ohjelmisto- ja laitemyynti



Retail asiakasreferenssejä



ANORA

mayoral



Yhtiökuvaus 4/5

liikevaihto perustuu pääosin yhä palveluliikevaihtoon, joka vastasi Q1:llä reilua 60 % liikevaihdosta. Loput ovat jatkuvia tuottoja omista ohjelmistoista (reilu 30 %) sekä kertaluonteista ja kolmansien osapuolien ohjelmisto- ja laitemyyntiä (vajaa 10 %). Yhtiö panostaa voimakkaasti Utilities-liiketoimintaan ja tavoittelee omien ohjelmistotuotteiden osuuden kasvua.

Utilities-liiketoiminnan kilpailuedut perustuvat pilvipohjaisuuteen ja yhteensopivuuteen uuden Datahub-lainsäädännön kanssa. Tuotteen kilpailuedut kokivat kuitenkin kolauksen viime vuonna, kun yhtiö joutui korjaamaan jo tehtyjä toimituksia ja panostamaan lisää tuotteen kehitykseen. Nyt projektikorjausten ja kriittisten tuoteparannuksien tulisi kuitenkin olla jo loppusuoralla (yhtiö on kommentoinut H2'23:lla tilanteen olevan selkeästi parempi), mutta näkyvyys käänteeseen on yhä heikko. Tuotteen tavoitela pidemmällä aikavälillä on, että manuaalista työtä ei periaatteessa juurikaan tarvittaisi. Tällöin vähintään 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.

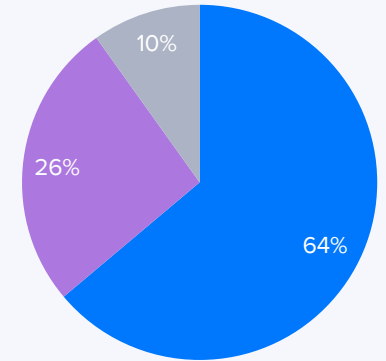
Tuotteen ei tulisi juurikaan vaatia räätälöintejä yhdessä markkinassa, kun tuote on saatu kuntoon. Ainoastaan suurissa asiakkaissa tai kansainvälisessä myynnissä räätälöintiä joudutaan tekemään jonkin verran. Liiketoiminnan myyntisyklit ovat tavallisesti pitkiä (noin 12kk). Tällä hetkellä haasteita luo myös tuotteen ongelmat,

mikä on hetkellisesti pysäyttänyt myynnin, jonka 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.

Suomessa segmentillä on vahva asema ja tarjoama kattaa sekä palvelu- että ohjelmistoratkaisut. Tanskassa yhtiöllä on yritysjärjestelyjen myötä palveluliikevaihtoa. Ruotsissa on myyntitoimintoja. H1'23:llä yhtiö keskittyy segmentin käänteeseen ja korjaamaan nykyiset ongelmat. Yhtiö odottaa segmentiltä H2:lla paluuta kannattavammalle kehityspolulle suuren Helen-toimituksen alkaessa. Helen-hanke on tähän mennessä yhtiön suurin ja sen onnistuminen sovitun mukaisesti on mielestämme erittäin tärkeää. Vuoden 2023 toisella puolikkaalla yhtiö tavoittelee hallittua laajentumista Ruotsin ja

Utilities, liikevaihdon jakauma



- Palvelut
- Jatkuvat tuotot omista ohjelmistoista
- Ohjelmisto- ja laitemyynti



Utilities asiakasreferenssejä

FINGRID



fortum

FINGRID
Datahub

Useita sähköyhtiöitä

Yhtiökuvaus 5/5

Tanskan markkinalla, mutta uskomme yhtiön kommenttien perusteella tämän tapahtuvan vahvemmin ensi vuonna. 2024 onkin kriittinen vuosi, sillä markkina jaetaan tällä hetkellä. Yhtiö on jo mielestämme hieman myöhässä, sillä myyntisyklit ovat pitkiä, mutta tuoteparannoiksi ja myynnin onnistumisiksi myötä Solteqin tulisi vielä ehtiä mukaan. Ensisijaisen tärkeää on, että ensimmäiset toimitukset onnistuvat ja yhtiö saa näistä hyvät referenssit. Ruotsissa ja Tanskassa pitäisi saada tilauksia viimeistään H1'24:lla ja toimituksia H2'24 alkaen.

Solteq pyrkii laajentamaan Utilities-segmentissä myös Norjaan, mutta yhtiön kommunikoinnin mukaan se tulee viemään vielä Ruotsia ja Tanskaa selkeästi pidempään ja kuuluu vielä tällä hetkellä optiokategoriaan. Markkina tulee muuttamaan 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 palvelualueiden asiakkaina. 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.

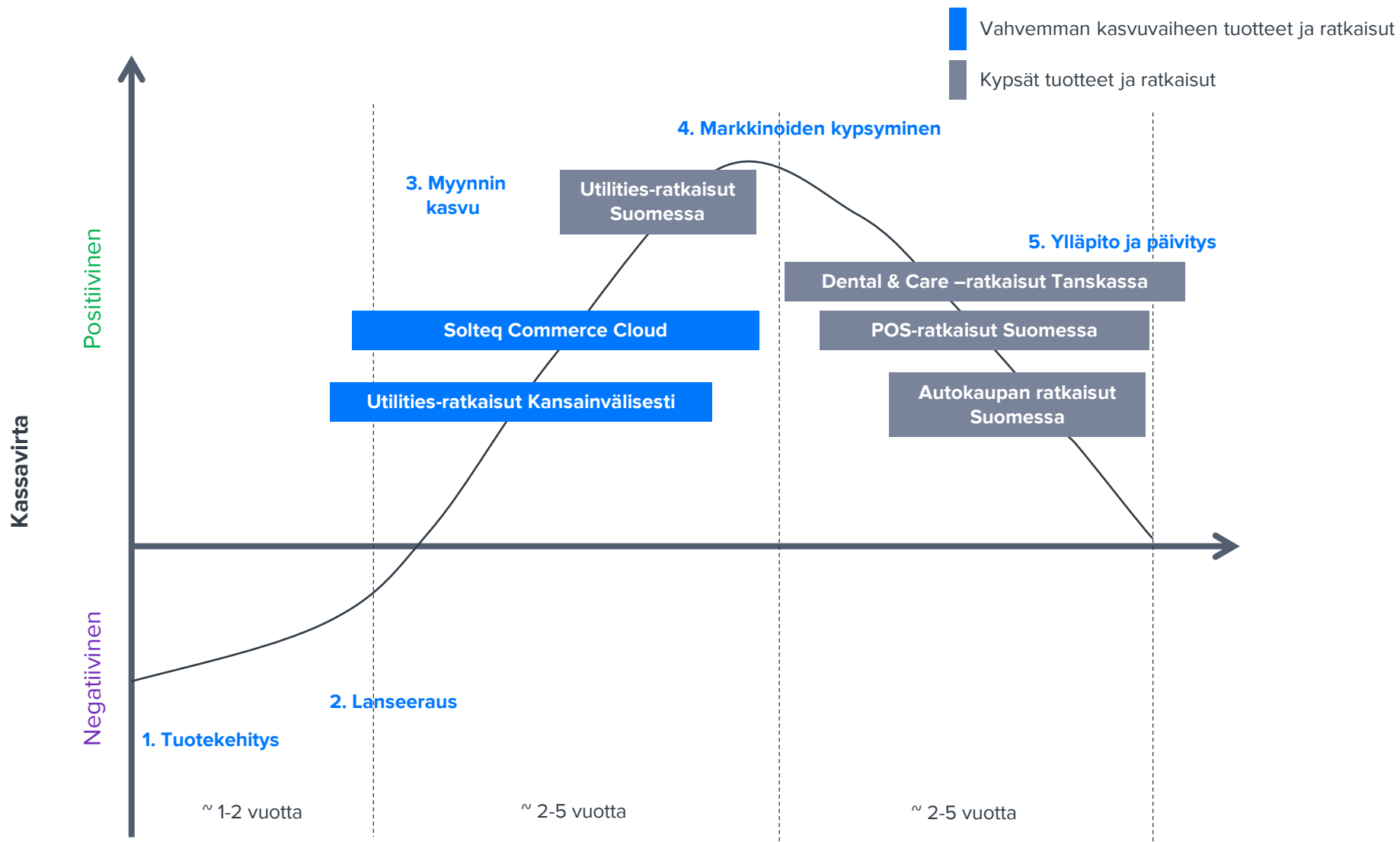
Solteq on viimeisen 3 vuoden aikana aktivoinut arviolta yhteensä 9,5 MEUR tuotekehityskuluja taseeseen tai vuosittain noin 4-6 % liikevaihdosta. Arvioimme aktivointien asteittain laskevan ja yhtiön T&K-kulujen asteittain siirtyvän tuloslaskelman puolelle. Tuotekehitysinvestoinnit kuvaavat näkemyksemme mukaan yhtiön halua muuttua vahvemmin tuoteyhtiöksi.

Ymmärryksemme mukaan selkeästi suurimmat panostukset tehdään jatkossa Utilities-liiketoimintaan, kun aikaisemmin yhtiö panosti voimakkaasti myös robotiikka-liiketoimintaan. Robotiikka liiketoiminta alas kirjattiin viime vuonna (4,4 MEUR), mikä oli selvä pettymys suhteessa siihen tehtyihin merkittäviin panostuksiin. Toki pidimme tätä lähinnä optiona ennusteissamme.

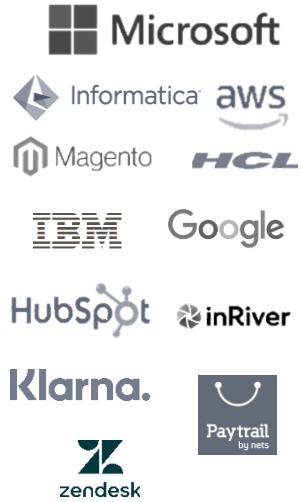
T&K aktivoinnit



Tuotteiden ja ratkaisujen elinkaari



Kumppanit



Teknologiatoimittajia ja yhteistyökumppaneita



Alihankkijat, resurssivuokraajat

Palvelut

BI & Analytiikka
Digitaalinen kokemus
Digitaalinen markkinointi
Sovelluskehitys
Integraatiopalvelut
Toiminnanohjaus
Tuki ja ylläpitopalvelut
Myymläratkaisut sekä verkkokaupat



Tuotteet

Uudet ja suuret tuotteet:

Solteq Commerce Cloud -tuoteperhe
Utilities –tuoteperhe

Muut tuotteet:

Dental & Care Tanskassa
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 % $\geq 18\%$

Kilpailu



Asiakastoimialoja



Teollisuus



Kaupan ala



Palvelusektori



Energia-ala

Kustannusrakenne*

676 hlö keskimäärin (2022)
73 m€ (2022)



Henkilöstökulut
(61% kustannuksista)



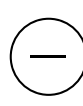
Materiaalit ja palvelut
(10%)



Liiketoiminnan muut kulut
(15%)



Poistot
(6%)



Arvonalentuminen
(8%)

Palvelut + muu ohjelmisto- ja laitemyynti



71%

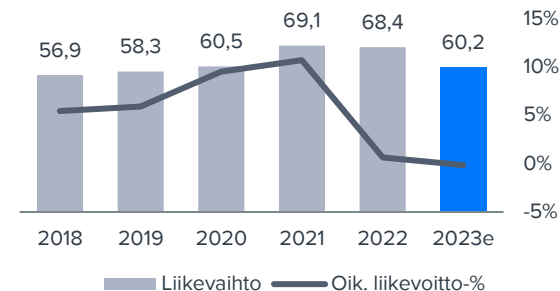
Jatkuvat tuotot omista ohjelmistoista



19%

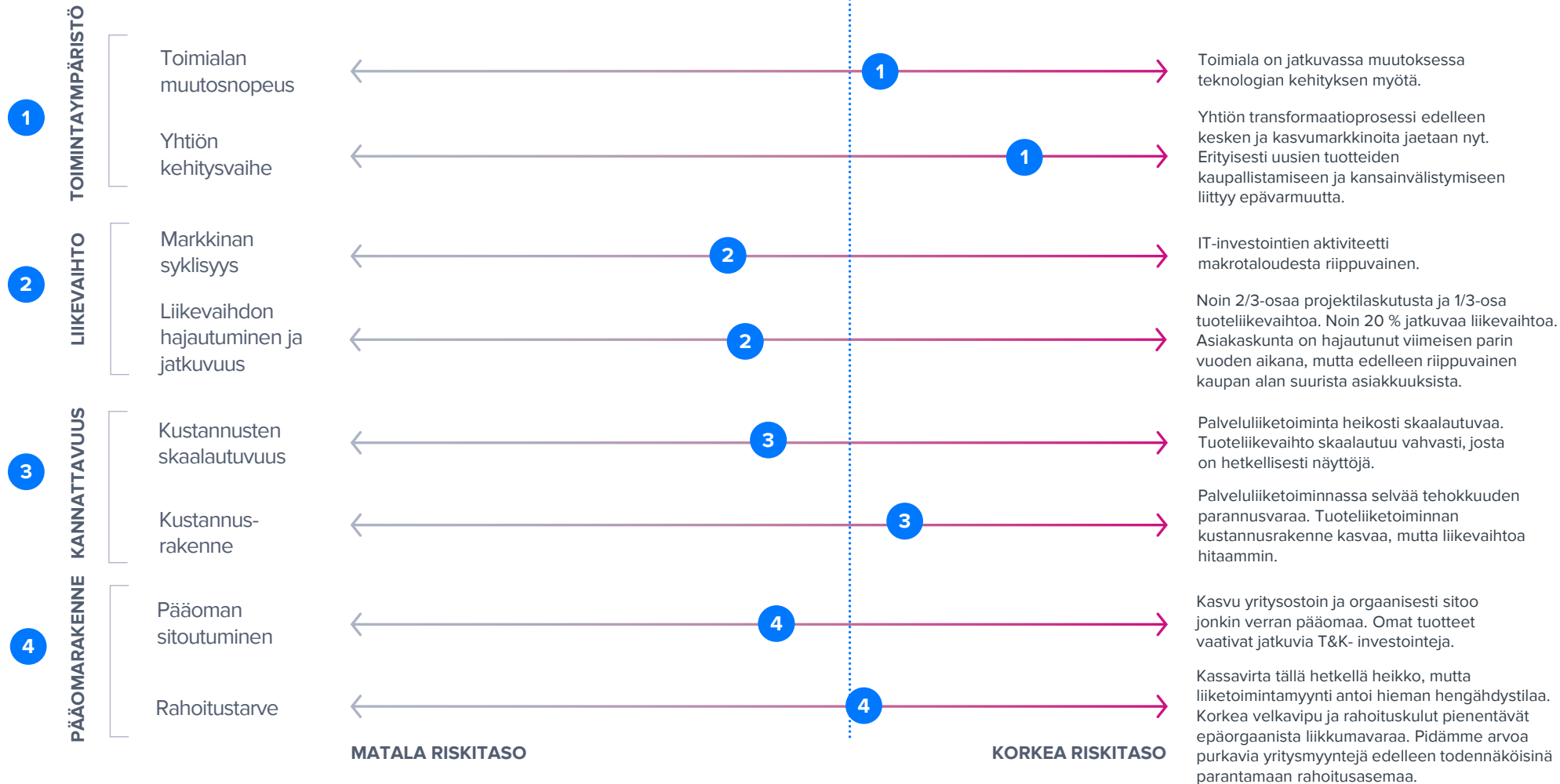
Tulovirrat

Liikevaihto 68 m€
EBIT (oik.) 0,5 m€ (2022)



Liiketoimintamallin riskiprofiili

Arvio Solteqin liiketoiminnan kokonaisriskitasosta



IT-palvelumarkkina 1/8

Iso kokonaismarkkina

Pohjoismaiden (Ruotsi, Norja, Suomi, Tanska) IT-palvelumarkkinan koko oli eri tutkimuslaitosten mukaan noin 25 miljardia dollaria vuonna 2019. Suomen IT-palvelumarkkinan on puolestaan arvioitu jakaantuvan noin 3,5 miljardin euron yksityiseen ja noin 1,1 miljardin euron kokoiseen julkiseen sektoriin. Vaikka markkinatutkimusten datapiste on jo useamman vuoden vanha, kuvastaa se markkinan olevan suuri ja tilaa riittää kasvaa seuraamillamme listatuilla yhtiöillä. Näkemyksemme mukaan markkina on kasvanut viime vuosina noin ennusteiden mukaista vauhtia eli markkina on arviomme mukaan noin 5,5 miljardin euron kokoluokassa.

IT-palvelumarkkinan määritelmään kuuluvia osa-alueita ovat esimerkiksi IT-konsultointi, ohjelmistokehityspalvelut, integrointi- ja käyttöönottopalvelut, ulkoistuspalvelut, ohjelmistojen ylläpito- ja tuki sekä IT-infrastruktuuripalvelut. IT-palvelumarkkinan ja sen euromääräisen koon määritelmä jatkaa kuitenkin hämärtymistään, kun IT:n ja teknologian rooli jatkaa digitalisaation myötä nousua konehuoneesta liiketoiminnan ytimeen eri toimialoilla. Siten IT-palveluyhtiöiden toimintakenttä risteää 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 2-4 % vuosivauhtia. Uusien digitaalisten palveluiden odotetaan kasvavan jopa 10 % vauhtia riippuen

osa-alueesta. 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.

Palvelualueittain markkinaa nopeammin kasvavia osia ovat tutkimuksemme mukaan pilvipalvelut, transformaatiojohtaminen, data & analytiikka sekä tietoturva. Tietoevry odottaa pilvipalveluiden kasvavan 15 %, data & analytiikan 15 %, ydinohjelmistojen 10 % sekä automaatio ja DevOpsin 20 %. 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 odottavansa terveydenhuollon sektorin kasvavan keskimäärin 5-6 %, julkisen sektorin 4-5 %, energiasektorin 3-4 %, metsäteollisuuden 6-7 % sekä pankkipalveluiden ja maksuratkaisuiden 4-9 % vuosina 2020-2023.

Solteq on kasvoi 2010-luvulla keskimäärin 9 % vuodessa. Orgaanista liikevaihtoa on painanut kaupan alan murros ja yritysostot ovat tukeneet kasvua. Solteqin strategian muutos ja yritysjärjestelyiden myötä muokkautunut rakenne on tehnyt leveämmän kasvupohjan, mikä kuitenkin vaati vielä näyttöjä realisoitumisesta.

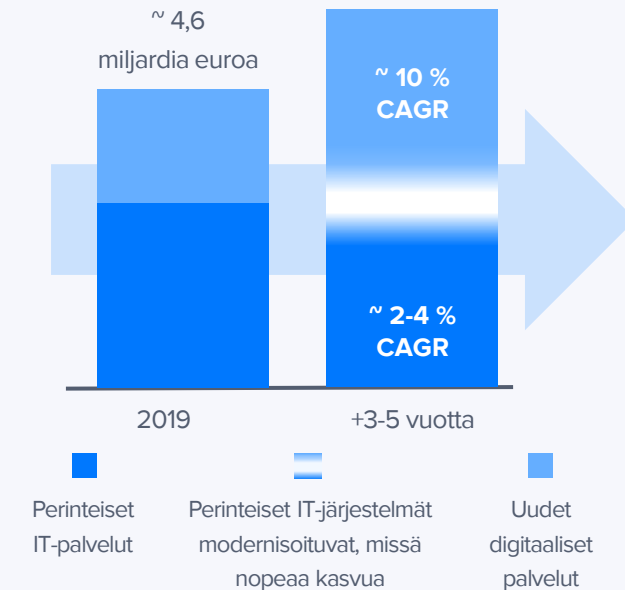
Markkinan pitkän aikavälin kasvunäkymät

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

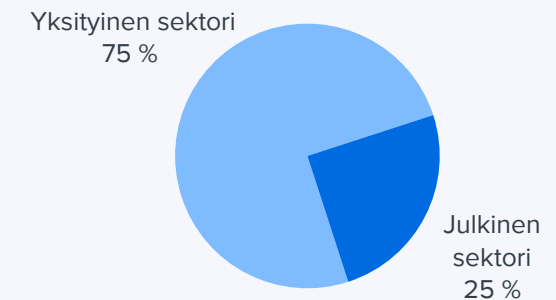
Suomen IT-markkina, 2019, miljardia euroa



Suomen markkina ja kasvukuva



Markkinan jakauma ostajaryhmittäin, 2019, % markkinasta



IT-palvelumarkkina 2/8

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.

IT-investointien muuttuva luonne jakaa markkinaa

Jatkuvasti voimistuva digitalisaatiomurros käynnisti IT-markkinalla 2010-luvulla uuden aikakauden, joka on jakanut markkinaa uusiksi ja synnyttänyt uusia toimijoita markkinalle. Digitalisaatiomurroksen ja kiihtyvän teknologian muutosvauhdin myötä IT:n ostaminen on muutoksessa, mikä edellyttää IT-yhtiöiltä kykyä sopeuttaa tarjontaa jatkuvasti.

Markkinalla 2010-luvulla alkanut siirtymä kohti IT-investointeja, joilla luodaan uutta liiketoimintaa ja erottumistekijöitä jatkuu edelleen, kun pelkän kustannustehokkuuden tavoittelu ei riitä kilpailussa. IT:n ostaja on tällöin usein liiketoiminta tai tuotekehitys, eikä tietohallinto ja tukitoiminnot.

Kysytyt osaamisalueet liittyvät kasvavassa määrin uusiin digitaalisiin palveluihin ja vähemmän taustajärjestelmiin. 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. Perinteiset toimijat olivat aluksi hitaita mukauttamaan tarjoamiansa ja kulttuureitaan vastaamaan paremmin markkinan muuttuvaa ostokäyttäytymistä ja palvelualueiden kysyntää.

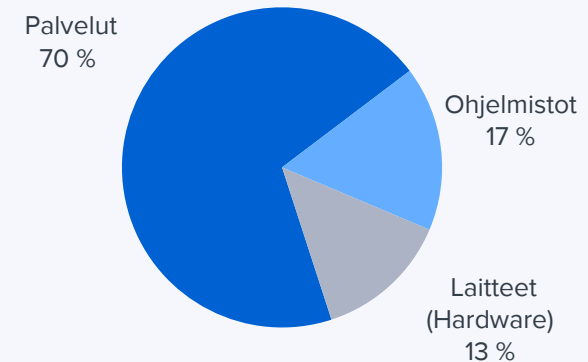
IT-palvelumarkkinan muutosta 2010-luvulla

voidaan havainnollistaa yksinkertaistettuna jakamalla markkina voimakkaasti kasvaneisiin uusiin digitaalisiin palveluihin sekä hiipuvaan perinteiseen tietojärjestelmäkehitykseen. Markkinan kahtiajako on nyt kuitenkin muuttumassa epärelevantiksi, sillä uusia digitaalisia palveluita ei voida käsitellä liiketoiminnan ydinjärjestelmistä erillisenä.

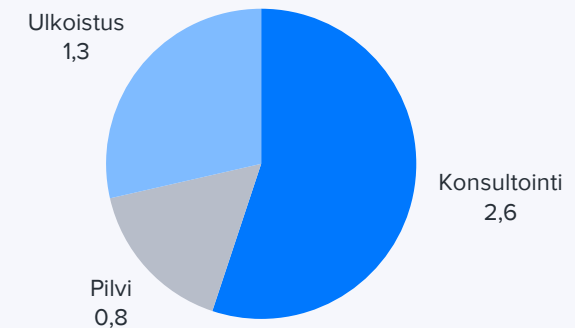
Selkeänä trendinä markkinalla onkin viime vuosina ollut IT-ostamisen vakavoituminen, kun asiakasorganisaatioissa on havaittu, että oikotietä digitalisaatioon ei pystytä hankkimaan ostamalla digisovelluksia tietohallinto ohittaen. Organisaatioiden vakiintuneet tietojärjestelmät eivät katoa, vaan niitä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

Suomen IT-markkina, 2019, miljardia euroa



Suomen IT-palvelumarkkina, 2019, miljardia euroa



Lähde: Radareco Nordic Outlook 2019

IT-palvelumarkkina 3/8

Markkinassa kolme erilaista aluetta

Olemme jakaneet IT-palvelumarkkinan kolmeen eri osioon seuraavasti:

Uusien digitaalisten palveluiden markkina, joka käsittää uusien digitaalisten palveluiden kehityksen (räätälöity ohjelmistokehitys). Tämä on ollut markkinan voimakkaimmin kasvava osa-alue, joka on käytännössä syntynyt vasta viimeisen vajaan kymmenen vuoden aikana. Nimekkäitä toimijoita markkinalla ovat muun muassa Reaktor, Futurice, Nitor, Siili ja Vincit, minkä lisäksi suuret IT-generalistit ovat lähteneet panostamaan tälle alueelle myöhässä. Tälle markkinalle ominaista on 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-fusionin 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 on kuitenkin myös luonut markkinalle nopeasti kasvavia taskuja.

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, 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 taustajärjestelmäosaamista on vaikeampi hankkia.

Viime vuosina näkyvin trendi markkinalla on ollut IT-talojen pyrkimys päästä kiinni asiakkuuksiin jo digitalisaatiohankkeiden 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. 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.

Yhteistä kaikkien keskisuurten ja suurten toimijoiden strategioille on myös pyrkimys liiketoimintakriittisemmän kumppanin asemaan asiakkaissa. Pienten ohjelmistokehittäjäalojen osaaminen ja tarjonta ei tällöin yksinään ulotu riittävän syvälle asiakkaan IT-järjestelmiin ja prosesseihin. Tämä kehitys voi osaltaan kiihdyttää markkinan konsolidaatiota.

Näemmekin Suomen IT-palvelumarkkinan kehittyvän voimakkaammin suuntaan, jossa perinteisten ja uusien toimijoiden tiet risteävät ja raja uuden ja perinteisen IT:n välillä jatkaa hämärtymistään.

Taustajärjestelmäosaaminen tekee paluuta ja niihin liittyvää dataa tulee osata hyödyntää

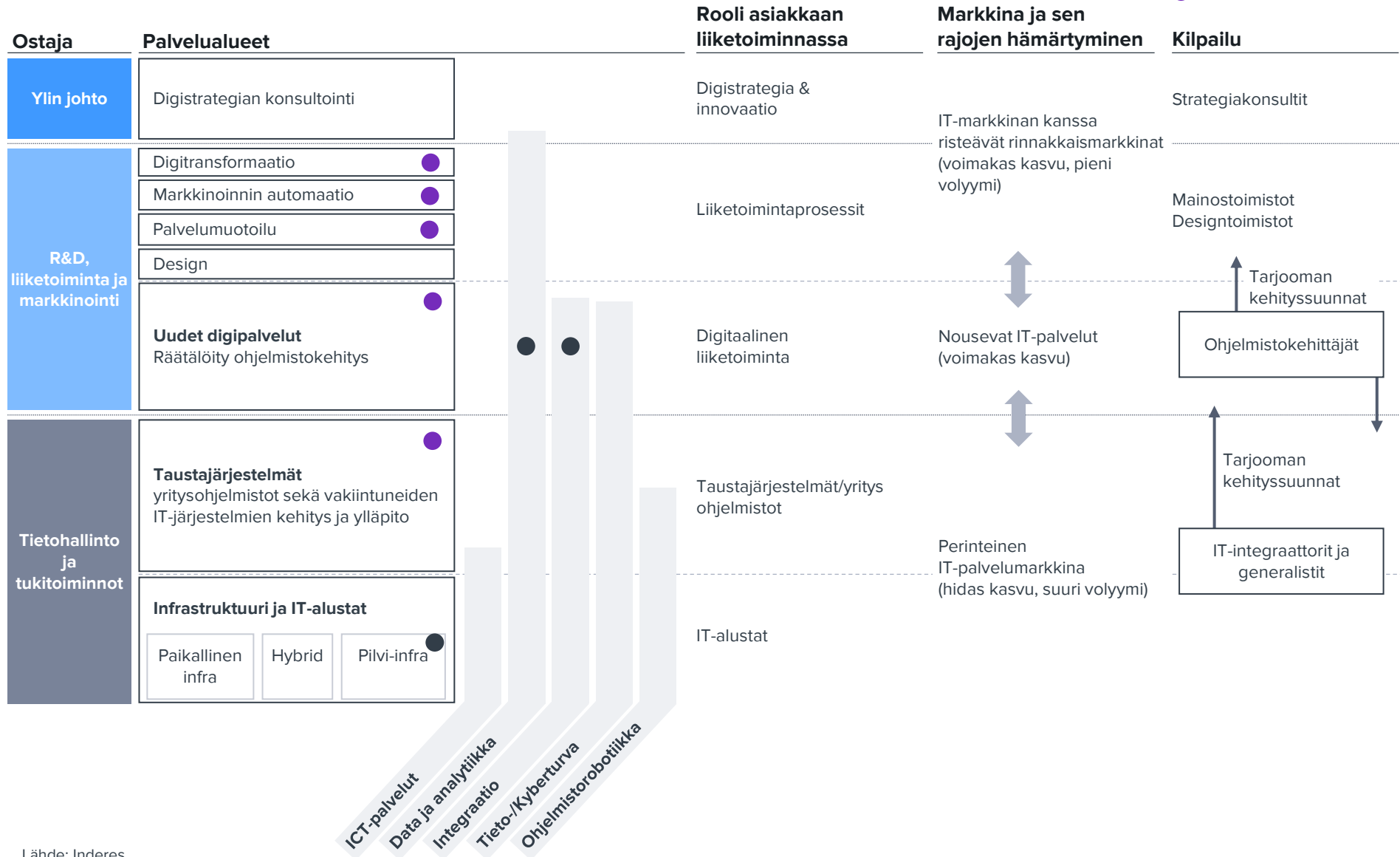
IT-markkinan kovin kysyntä on jo vuosia ollut uusien digitaalisten palveluiden kehittämisessä sekä luonteeltaan vielä melko kokeilevassa ohjelmistokehityksessä. Näkemyksemme mukaan markkinalla ollaan kuitenkin siirrytty viime vuosina vaiheeseen, jossa uusia digitaalisia palveluita ja nyt erityisesti niihin liittyvää dataa tulee pystyä integroimaan yhä tiiviimmin asiakkaan taustajärjestelmiin, jotta 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.

IT-palvelumarkkinan jakautuminen

Solteqin tarjonta

- Ydinsaamisalue
- Osaamisalue



IT-palvelumarkkina 4/8

Tämä kehitys on tarjonnut Solteqin näkökulmasta kasvumahdollisuuden ja asemoinut 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:

Data ja analytiikka on yksi markkinan kuumimmista trendeistä. Datasta on tulossa yhä useammalla toimialalla strateginen kilpailutekijä ja edellytys tekoälyratkaisuille. Useat toimijat ovat 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, koneoppimisen ja liiketoiminnan ymmärrystä.

Tietoturva on vielä tällä hetkellä suhteellisen pieni osa IT-palvelutoimittajien tarjoamissa, mutta se on datan tavoin nousemassa yhä vahvemmas kilpailutekijäksi. Ostajat keskittyvät yhä enemmän tietoturvaan ja tämän osaamisen puuttuminen on toimittajalle selkeä maineriski. Geopoliittinen tilanne on entisestään lisännyt kysyntää. Useat sektorin yhtiöt investoivat parhaillaan tietoturvakyvykkyksiinsä.

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).

Alihankintaverkostojen rakentaminen on yksi viime vuosien selkeitä trendejä. Tällä yhtiöt paikkaavat osin rekrytointitarvetta 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 tämä on yksi keino osaajapulan ratkomiseen.

Ukrainan sodan suoria tai epäsuoria vaikutuksia yhtiöiden liiketoimintaan on nähty hyvin vähän, ainoastaan Tietoevryn liiketoimintaan. Venäjän ja Valko-Venäjän kapasiteetin käytännössä poistuminen markkinoilta ja Ukrainan kapasiteetin vähentyminen on lisännyt muiden eurooppalaisten maiden kysyntää. Isot organisaatiot ovat myös alkaneet arvioimaan tarkemmin ostopäätöksiään Euroopan ulkopuolelta.

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

IT-markkinalla tehdään edelleen vähiten sitä, mistä puhutaan eniten. Näkyvimpiin termeihin liittyvien palveluiden (VR, AR, IoT, NLP jne.) volyymi on vielä pientä sektorin tasolla. Näistä kuitenkin muodostunee seuraavan viiden vuoden tähtäimellä merkittäviä palvelualueita.

Tekoälyosaamisen (AI) markkina on ollut nopeassa kasvussa viime vuodet, eikä se ole enää pelkkä muotisana. Viimeaikoina markkina on ottanut nopeita harppauksia mm. ChatGPT:n kaltaisten teknologioiden saralla ja lähes kaikki toimijat pyrkivät hyödyntämään tekoälyä.

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 kuitenkin teknologian kehitystä, mihin yhtiöiden on sopeuduttava ja opittava hyödyntämään, mikä mahdollistaa ajankäytön haastavampien ja parempien ratkaisujen kehittämiseen.

Pilvimurros jakaa edelleen markkinaa.

Asiakkaiden IT-toimintoja viedään pilveen kiihtyvällä vauhdilla pilven hyötyjen takia ja siksi, että se on usein edellytys uusille digitaalisille liiketoimintamalleille. Hyötyjiä ovat ne, joilla on vahvaa omaa osaamista pilviteknologioissa. Merkittäviä häviäjiä ovat perinteisen paikallisen IT-infrastruktuurin toimittajat.

Perinteinen ohjelmistolisenssien jälleenmyynti siirtyy pilveen ja ohjelmistotalot pyrkivät saamaan haltuunsa suurempaa osaa arvoketjusta SaaS-malleihin siirryttäessä. Jälleenmyyjien lisenssikomissiot ovatkin kutistuneet viime vuosina. Häviäjiä ovat lisenssien jälleenmyynnistä riippuvaiset toimijat. Hyötyjiä ovat asiakkaat.

IT-palvelumarkkina 5/8

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 jatkuvasti, sillä uusia digitaalisia palveluita on vaikea toteuttaa luotettavasti, riittävän nopeasti ja kustannustehokkaasti offshore-resurssilla. Ohjelmistorobotiikka heikentää edulliseen työvoimaan pohjautuvaa kilpailuetua. Lisäksi offshore-hintaetu on pienentynyt voimakkaamman palkkainflaation myötä. Tämä palauttaa IT-osaamisen kustannuskilpailuetua Eurooppaan. Häviäjiä ovat toimijat, joiden kilpailukyky on perustunut offshore-kustannustehokkuuteen. Hyötyjiä ovat toimijat, jotka pystyvät yhdistämään paikallisen läsnäolon ja saavuttamaan riittävän kustannustehokkuuden nearshore-resurssilla.

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

IT:n hankkiminen suurina projekteina vähenee edelleen ja siirtyy kohti pienempiä, iteroivia

prosesseja sekä jatkuvaa kehitystä. Häviäjiä ovat hidasliikkeiset projektiorganisaatiot. Hyötyjiä ovat toimijat, joilla on osaamista ketterään tuotantoon, kyky hallita useiden eri toimittajien palveluita sekä kyvykkyydet jatkuvien palveluiden tuottamiseen.

Liiketoimintalähtöisen ostamisen yleistyessä IT-yhtiöt etsivät uusia arvontuottoon pohjautuvia ja skaalautuvampia hinnoittelumalleja saadakseen irrotettua liiketoimintamallinsa heikosti skaalautuvasta asiantuntijaresurssien myynnistä.

IT-investoinnit siirtyvät asiakkaan liiketoiminnan tukiprosesseja tehostavista investoinneista kohti liiketoiminnan ydinprosesseja tai itse lopputuotetta parantaviin investointeihin. Häviäjiä ovat liiketoiminnan tukiprosesseja ja ERP-sidosryhmiä perinteisesti palvelleet toimijat. Hyötyjiä ovat uusien digitaalisten palveluiden kehittäjät, joilla on teknistä osaamista, taustajärjestelmien osaamista sekä liiketoimintaymmärrystä.

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

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 haastavammaksi. 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 viime vuosina sektorilla ratkottu lisäämällä ja rakentamalla alihankintaverkostoja.

Palkkainflaatio on eri yhtiöiden kanssa käymiemme keskusteluiden perusteella ollut viime vuosina 2-6 % välillä osaamispainotuksesta riippuen. Tietoevryn palkkainflaatio oli keskimäärin 4 % vuonna 2022, mikä on sektorin muita kommentteja matalampi. Vuonna 2023 Tietoevry odottaa palkkainflaation olevan keskimäärin 4-5 % Lyhyemmällä aikavälillä hidastunut kysyntätilanne voisi hillitä palkkainflaatiota, kun heikossa talousympäristössä vaihtuvuus tyypillisesti pienenee, mutta samanaikaisesti korkea inflaatio aiheuttaa lisäpainetta palkankorotuksille. Osittain tätä pyritään hillitsemään maantieteellisesti halvempaa työvoimaa käyttäen, mikä ei kuitenkaan pitkällä tähtäimellä ole kestävä ratkaisu ongelmaan. Goforen työehtosopimus, jossa palkankorotukset on sidottu orgaanisen kasvun ja kannattavuuden kehitykseen on mielestämme yksi keinoista hallita palkkainflaatiota.

Asiakashintojen kehitys on vuosien ajan ollut sektorien kommenttien perusteella 0-2 % ja näin ollen selvästi palkkainflaatiota maltillisempaa. Henkilöstökulut vastaavat sektorilla karkeasti noin 2/3-osaa kuluista ja vertailu palkkainflaation kanssa ei täten mene yksi yhteen, mutta efekti on edelleen 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.

IT-palvelumarkkina 6/8

Lyhyellä ja keskipitkällä aikavälillä junioriresurssien laajempi käyttö ratkaisisi osaajapulaa, helpottaisi palkkainflaatiota ja lisäisi tehokkuutta. Nearshore-tekemisen laajempi käyttö ratkaisisi lyhyellä tähtämellä myös osaajapulaa ja voisi hillitä yhtiöiden palkkainflaatiota. 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 viiden 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 muuallakin kuin puhtaasti osaajakilpailussa. Näkemyksemme mukaan sektorin menestystekijät muuttuvat ja voittajia seuraavan viiden vuoden aikana ovat:

Jatkuvaan uudistumiseen kykenevät yhtiöt. IT-palvelumarkkina on ikään kuin jatkuvan teknologisen muutoksen keskellä. Näihin muutoksiin reagoiminen ja niiden ennakkoon tunnistaminen on oman menestymisen kannalta olennaista. Teknologian kiihtyvässä muutosvauhdissa myös osaajien muutoskyvykkyys nousee avainrooliin. Tässä uudistumisharjoituksessa epäonnistuminen vaikuttaisi suoraan nykyisiin asiakassuhteisiin, uusien asiakkaiden hankkimiseen, suhteelliseen kilpailuasemaan ja siten pidemmän aikavälin arvonluontikykyyn. Näkemyksemme mukaan IT-palvelumarkkinan kestävä kilpailukyky onkin rakennuttava jatkuvan muutoskyvykkyiden varaan.

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).

Vahvojen asiakkuuksien omistajat, joilla on strategisen kumppanin rooli asiakkaissa, 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 makromarkkinan 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.

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

Datata ja analytiikasta on tulossa 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.

Kilpailukyvyyn lähteet markkinalla

- Uudistumiskyky
- Kyky rekrytoida
- Elinkaaritarjoama
- Kuumat osaamisalueet:
 - Transformaatiokyvykkyys
 - Datan hyödyntäminen
 - Tietoturva
- Ketteryyt ja nopeus
- Osaajien kyvykkyudet (CV)

Lisäarvo markkinalla

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

IT-palvelumarkkina 7/8

Yrityskaupat ja konsolidaatio sektorilla jatkuu

IT-palvelusektorin konsolidaatio oli aktiivista läpi viime vuosikymmenen ja se on jatkunut yllättävän vilkkaana markkinan epävarmuudesta huolimatta. Monet sektorin yhtiöt olisivat arviomme mukaan kuitenkin halunneet jatkaa aktiivisemmin myös epäorganista kasvua ja saada vahvat taseet tuottavaan työhön.

Issosa kuvassa pääosalla sektorin yhtiöistä kiinnostus yritysjärjestelyihin on suuri. Konsolidaatiota ajaa halu osaamisportfolion laajentamiseen, maantieteelliseen laajentamiseen ja puhtaasti toimituskapasiteetin kasvattamiseen. Näkemyksemme mukaan pääosalla sektorin yhtiöstä 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 laajentumisen myötä, mikä vahvistaa kilpailukykyä sekä tuottaa liikevaihtosynergioita. Yritystoston onnistumiseksi on tärkeää, että strategiat ja kulttuurit sopivat yhteen.

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, kun huomioidaan vahvat taseet ja yhtiöiden vahva kassavirta. Maltillinen velkavipu parantaisi myös oman pääoman tehokuutta.

Pääomasijoittajat ovat myös edelleen aktiivisia ja rakentavat IT-osaajataloja. Pari vuotta sitten Triton osti Ruotsissa listatun HiQ:n. Lisäksi useat pääomasijoittajat ovat jatkaneet pienempien IT-palveluyhtiöiden konsolidointia.

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

vahvemmaksi haastamaan suuria generalisteja, kuten Bilotin ja Vincitin fuusio. 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. Solteqin seuraavan 10 vuoden arvonnun kannalta olennaista on kuitenkin tuoteliiketoiminnassa ja erityisesti Utilitiesissa onnistuminen. Pidämme myös uusia pienempiä divestointeja hyvin mahdollisina.

Selkeitä osaamisalueita, joita on viime vuosina hankittu tarjoaman vahvistamiseksi ovat neuvonanto, transformaatiojohtaminen, data ja analytiikka sekä robotiikkaa hyödyntävä automaatio osaaminen. Kyberturvaa haluttaisiin, mutta ostokohteiden arvostukset rajoittavat arviomme mukaan transaktioita. Järjestelyjä on tehty myös toimituskapasiteetin takia, mutta etenkin tällä hetkellä, rekrytointimarkkinan ollessa helpompi, ovat yhtiöt varovaisempia tekemään järjestelyjä pelkän kapasiteetin vuoksi.

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

1=matalin, 5=korkein.

Lähde: Inderes arvio

IT-palvelumarkkina 8/8

Viimeisten tuloskausien huomiot

IT-palvelusektorin yhtiökohtaiset Q1-luvut ovat nähtävissä oikealla taulukosta. Keskeisiä huomioita sektorilta viime neljänneksiltä ovat:

- Orgaaninen kasvu kiihtyi hieman Q1'23:lla ja oli 10 % (Q4: 9 %), vaikka sektorilla kerrottiin edelleen asiakaskysynnän epävarmuudesta.
- Kannattavuus Q1:llä oli hyvä (mediaani 9 %) ja Q4:n tasolla. Kannattavuudet ylittivät odotukset pääosalla sektorin yhtiöistä.
- Vaihtuvuus on laskenut edelleen ja lähestyy jo useimmilla yhtiöillä ymmärryksemme mukaan normaaleja tasoja (~10 %).
- Koko IT-palvelusektorin Q1-yhteenveto katsottavissa [tästä](#) ja Q4-yhteenveto [tästä](#).

Sektorin lyhyen aikavälin näkymät

IT-palvelusektorin yhtiökohtaiset 2023 ennusteet ovat nähtävissä oikealla taulukosta. Keskeisiä huomioita lyhyen aikavälin näkymistä:

- Odotamme asiakaskysynnän isossa kuvassa pysyvän melko hyvänä lyhyellä aikavälillä, mutta geopolitiininen tilanne ja talouden epävarmuus on nostanut epävarmuutta myös IT-palvelusektorilla, erityisesti yksityisen sektorin asiakaskunnassa.
- Isossa kuvassa voidaan osin sanoa, että kilpailu on siirtynyt ensimmäistä kertaa todella moneen vuoteen tekijöistä asiakkaisiin. Arvioimme tämän kuitenkin olevan väliaikaista.
- Nykyisessä ympäristössä voi olla vaikea viedä hinnankorotuksia läpi ja ne, jotka tekivät ne viime vuoden puolella, ovat hyvissä asemissa. Nyt hinnat ovat ymmärryksemme mukaan hetkellisesti jopa laskussa kiristyneen kilpailun takia joillain osa-alueilla, kuten

ohjelmistokehityksessä.

- Vaihtuvuus alkaa olemaan isossa kuvassa jo hyvillä tasoilla, eikä siitä samalla tavalla saada tukea kannattavuuteen, varsinkaan Q/Q.
- Laskeva vaihtuvuus ja asiakaskysynnän epävarmuus hillitsee todennäköisesti voimakkainta palkkainflaatiota. Odotammekin palkkainflaation myös maltillistuvan lyhyellä aikavälillä sektorin tasolla jossain määrin, kevään TES-korotuksien jälkeen. Osalla yhtiöistä vaihtuvuus jopa laskee palkkainflaatiota.
- Loppuvuonna kannattavuuteen vastatuulta antaa huhtikuun palkankorotukset. Q2:lla on yksi työpäivä vähemmän, mikä rajoittaa kannattavuutta.
- Tänä vuonna kasvun kannalta kriittistä onkin onnistumiset myynnissä ja luonnollisesti ne yhtiöt ovat vahvoilla, joissa tähän on panostettu jo aikaisemmin.
- Julkisesta sektorista on viimeisten vuosien aikana muodostunut hyvinkin houkutteleva markkina johtuen terveestä, ennustettavasta ja kasvavasta kokonaiskysynnästä. Vaikka hallituksen muodostaminen voi hetkellisesti vaikuttaa uusiin kilpailutuksiin on markkina isossa kuvassa edelleen houkutteleva toimittajan kannalta.
- Kokeneemman pään rekrytoinneissa erilaiset palkkamallit ovat vahvuus, koska osaajat arvostavat eri asioita. Monet ovat rekrytoineet myös nuorempia osaajia ratkoen tällä tavalla osaajapulaa ja palkkainflaatiota.
- Alihankintaa antaa arvokasta joustavuutta liiketoimintaan nykyisessä asiakasepävarmuudessa.

	Q1'23	Kasvu, %	Orgaaninen kasvu, %	EBIT-% oik. Q1'23	EBIT-% oik. Q1'22
Digia		18 %	11 %	9,7 %	12,1 %
Gofore		39 %	32 %	16,9 %	14,4 %
Innofactor		19 %	11 %	8,8 %	8,2 %
Loihde		13 %	-2 %	-6,1 %	2,5 %
Siili		15 %	10 %	9,4 %	11,9 %
Solteq		-12 %	-14 %	-1,0 %	7,0 %
Tietoevry		2 %	8 %	12,3 %	12,0 %
Vincit		59 %	10 %	8,6 %	10,4 %
Witted		48 %	19 %	-0,9 %	3,2 %
Keskiarvo		22 %	9 %	6,4 %	9,1 %
Mediaani		18 %	10 %	8,8 %	10,4 %

Lähde: Yhtiöt ja Inderes.

	2023e (Q1-raportin jälkeen)			2022
	Kasvu, %	Orgaaninen kasvu, %	EBIT-% oik.	EBIT-% oik.
Digia	11 %	7 %	10,3 %	9,2 %
Digital Workforce*	19 %	17 %	3,2 %	-7,0 %
Gofore	28 %	20 %	15,0 %	14,5 %
Innofactor	12 %	8 %	7,6 %	7,1 %
Loihde	13 %	3 %	6,6 %	3,2 %
Netum*	23 %	10 %	10,4 %	8,7 %
Siili	12 %	8 %	10,0 %	9,8 %
Solteq	-12 %	-1 %	-0,1 %	0,7 %
Tietoevry	3 %	7 %	13,3 %	13,0 %
Vincit	27 %	7 %	8,4 %	6,1 %
Witted	36 %	17 %	1,0 %	0,5 %
Keskiarvo	15,6 %	9,3 %	7,8 %	6,0 %
Mediaani	13,0 %	8,0 %	8,4 %	7,1 %

Lähde: Inderes, *H2 jälkeen, Goforen ennuste huhtikuun liiketoimintakatsauksen jälkeen

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, siirtymä uusiutuviin energiamuotoihin sekä kehittyvän teknologian luomat mahdollisuudet liiketoiminnan tehostamiselle.

Suomessa Solteqilla on jo hyvä asema. Ruotsissa ja Tanskassa markkina jaetaan kuitenkin nyt ja yhtiön on saatava tuote valmiiksi ja myynti onnistumaan, jotta markkinaosuutta pystytään voittamaan. Tämä on siksi kriittistä, että jos yhtiö nyt epäonnistuu, "avautuu" markkina jälleen vasta useiden vuosien (+5v) päästä uudelleen, koska sopimukset ovat pitkiä, eikä asiakas helposti lähde vaihtamaan toimittajaa kesken sopimuskauden. Ruotsin markkina on noin 3 kertaa Suomen markkinaa suurempi, mikä kuvastaa huomattavaa potentiaalia, jos sinne murtautuminen onnistuu.

Suomessa yhtiön olisi tärkeää onnistua tänä vuonna suuressa Helenin toimituksessa, joka olisi hyvä referenssi yhtiölle. Sillä CGI tai Tietoevry ei ymmärryksemme mukaan onnistunut kyseisessä asiakkuudessa.

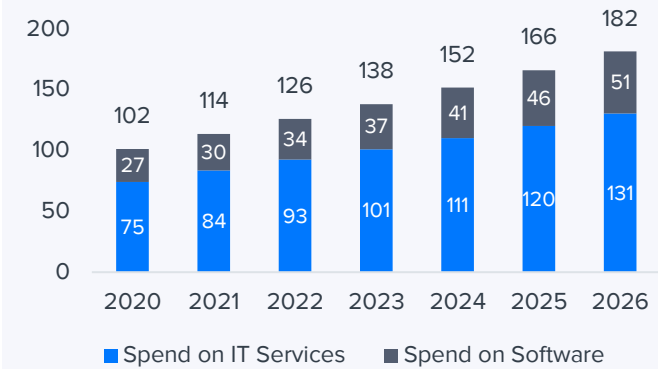
Solteqille relevantti vähittäiskauppa- ja palvelusektori

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.

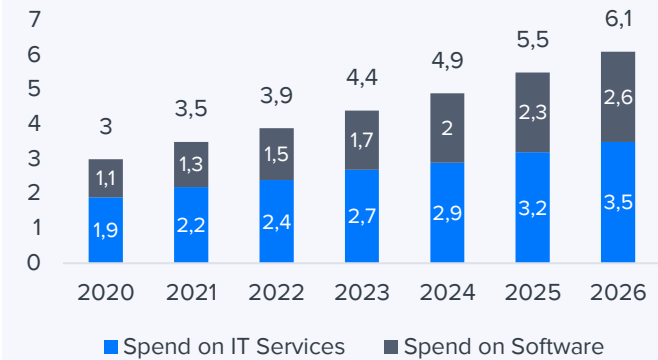
Lyhyellä aikavälillä epävarmuus vaikuttaa Solteqin mukaan edelleen negatiivisesti kysyntään Retail & Commerce -segmentin osalta, vaikka heikkeneminen on tasaantunut H2:22:lta. Vuonna 2023 Solteq odottaa Retail & Commerce -segmentin markkinanäkymien säilyvän kohtalaisina.

Suomessa yhtiöllä on pitkän historiansa myötä jo hyvä markkina-asema, vaikka kasvupotentiaalia on edelleen selvästi. Tanskassa yhtiö sai viime vuonna hyvän referenssin POS-tuotteellaan Royal Arenasta, jossa järjestetään jopa 16 500 hengen tapahtumia. Solteq pyrkiikin nyt käyttämään tätä momentumia hyödykseen. Ruotsissa yhtiö toimitti enemmän äskettäin myytyjä LS-retail ratkaisuja ja näin uuden liiketoiminnan kasvattaminen siellä voi viedä enemmän aikaa. Retail & Commerce markkina eroaa Utilities-markkinasta siinä mielessä, että markkina on kokoajan auki.

Global Retail Spend, Mrd.EUR



Nordic Energy Sector Spend, MEUR



Sektorin yrityskauppoja pohjoismaissa

IT-palvelusektorin viimeaikaisia yrityskauppoja Pohjoismaissa

Päivämäärä	Ostaja	Kohde	Liikevaihto MEUR	EBITDA MEUR	EBITDA-%	Henkilöstö	EV MEUR	EV/Sales	EV/EBITDA
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	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			
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 kaasua -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
12/20	IBM	Nordcloud	80,0			490			
12/20	Digia	Climber (SE, FI, DK, NED)	13,8	0,7	5 %	77	8-14	0,6x-1,0x	12x-20x
12/20	Siili	Supercharge (Unkari)	9,0	2,1	23 %	115	17	~1,8x	~8x
08/20	Triton	Hiq	~180	~25	14 %	1500	~340	1,9x	13,6x
08/20	Bilot	CastorIT	7,3	0,9	12 %	60	8,8	1,2x	10x
08/20	Gofore	Qentinel	12,0	1,7	14 %	100	8,9-10,9	~0,9x	~6,4x
08/20	Pinja (Protacon)	PiiMega							

Kilpailukenttä 1/5

Kilpailijoita kolmessa tasossa

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

Ensimmäisessä kerroksessa operoivat suuret kansainväliset IT-generalistit, jotka eri markkinalähteiden mukaan pitävät hallussaan noin 50 % markkinaosuutta. Tällaisia globaaleja jättejä ovat esimerkiksi Tietoevry, CGI, Fujitsu, Accenture ja CapGemini. Toisessa kerroksessa toimivat yhtiöt ovat puolestaan kokoluokaltaan noin 20-150 MEUR:n liikevaihtoluokassa olevia toimittajia ja näiden yhteenlasketuksi markkinaosuudeksi on arvioitu noin 30 %. Kolmas kerros ja siten markkinan loppuhäntä kuuluu sen sijaan 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 CGI ja Tietoevry. Pienemmistä ohjelmistokehitystaloista kilpailijoina on vastassa Vincit ja Digia, joilla on myös vahva taustajärjestelmä- ja SAP/Microsoft-osaaminen. Lisäksi digitaalisissa ratkaisuissa keskeisiä kilpailijoita ovat mm. Futurice ja Gofore. Joissain pienemmissä teknologioissa, kuten esimerkiksi Magento-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 Hansel ja Empower. 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.

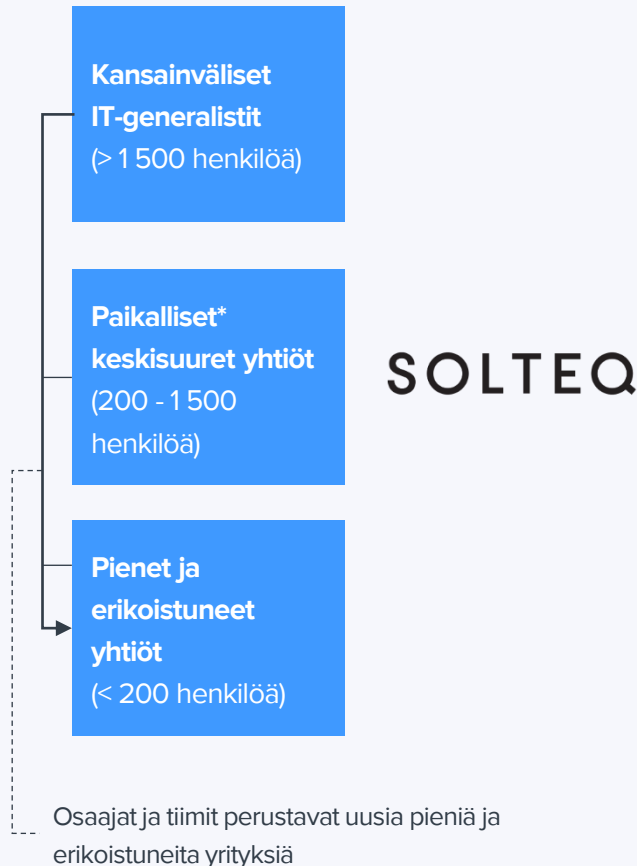
Suurien skaalaa vastaan taistellaan eri keinoin

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 kansainvälisiä tai kansainvälistyviä yhtiöitä kuten Gofore, Silli ja Vincit
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 myös 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 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 kasvunäkymistä huolimatta 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 kilpailuetujen 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 sekä taulukossa sivulla 28. Vertailussa on mukana lisäksi joitain Yhdysvaltalaisia alan toimijoita, jotka toimivat globaalisti ja joilla on merkittävä rooli Euroopan markkinalla sekä Iso-Britannialainen Kainos. Osalta yhtiöistä emme saaneet vielä vuoden 2022 lukuja.

Vertailuryhmän kasvu vuositason 2018-2022 on ollut keskimäärin noin 21 %, 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 kasvajia ovat olleet mm. Witted, Luoto, Gofore, Sulava, Siili, Vincit, Futurice, Netum, Reaktor, Bouvet Netcompany. Hitaimmin ovat kasvaneet suuremmat toimijat, jotka ovat kärsineet markkinan murreksesta (kuten Tietoenvy ja CGI).

Kasvua tarkasteltaessa on havaittavissa, että Suomen IT-markkinalla pienet erikoistuneet toimijat ovat yltäneet selvästi nopeimpaan kasvuun. 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, mikä on näkynyt vuosina 2019-2021 orgaanisen kasvuvauhdin hidastumisena. Selkeä erottuva yhtiö on tanskalainen Netcompany, joka lähes 5000 osaajasta (nyt 7400) huolimatta pystyi kasvamaan palveluliiketoiminnassa orgaanisesti ~20 % vuosivauhtia ja yli 25 %:n EBITDA-marginaalia. Lisäksi Goforen orgaaninen kasvu on jopa kiihtynyt viime vuosina.

Kannattavuuden osalta vertailujoukon keskiarvo on 11 % käyttökatteella (EBITDA-%) mitattuna vuositason 2018-2022 (2017-2021: 12 %). 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 Tietoenvy 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 muutamat toimijat ylitse muiden. Tähtipelaajien lokeroon asettuvat suomalaisista yhtiöistä Gofore, Solita, Netum ja Reaktor sekä tanskalainen Netcompany, isobritannialainen Kainos, norjalainen Bouvet ja Yhdysvaltalaiset Globant, Endava sekä Epam.



Kasvuajurit

Pitkä aikaväli

- Digitalisaatio kiihdyttää ja kasvattaa markkinaa
- IT:stä tulee yhä keskeisempi osa yhtiöiden liiketoimintaa ja strategiaa
- IT-palvelumarkkinan määritelmä laajenee
- Kansainvälistyminen ja near-shoren kasvattaminen
- Yritysostot

Lyhyt aikaväli

- Asiakashintojen nousu
- Rekrytointi – työntekijäimago, matala vaihtuvuus
- Tehokkuuden parantaminen laskutusasteiden ja/tai prosessitehokkuuden myötä
- Alihankinnan kasvattaminen
- Yritysostot



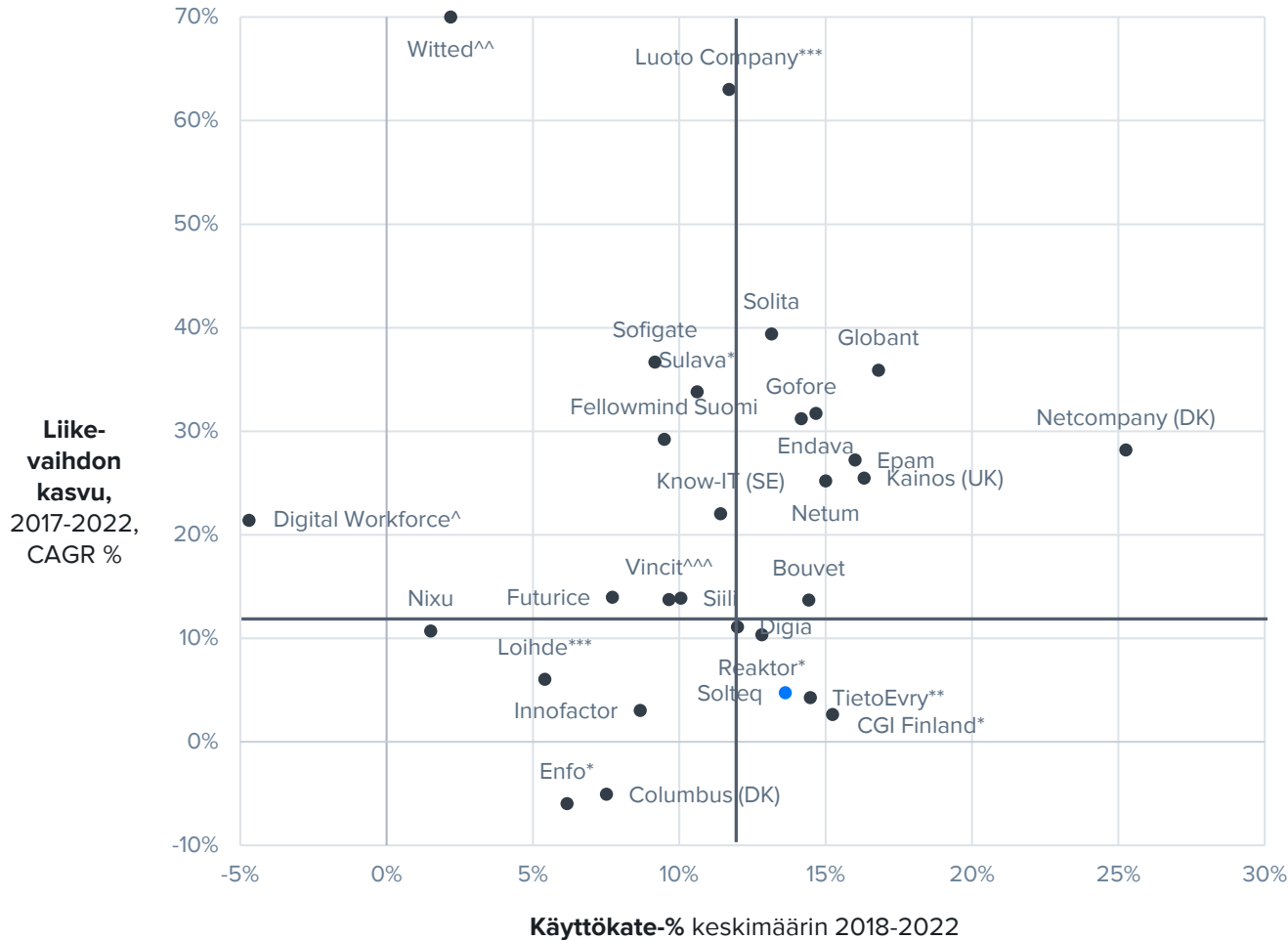
Kannattavuusajurit

Lyhyt aikaväli

- Laskutusasteet
- Vaihtuvuuden hallitseminen
- Palkkainflaation hillitseminen
- Tehokkuuden parantaminen

Kilpailukenttä 4/5

Kilpailijoiden taloudellinen kehitys 5v



Lähde: Inderes, yhtiöt. Luvut sisältävät IFRS 16 -muutoksen vuodesta 2019 lähtien, osalla

*vuodet 2017-2021

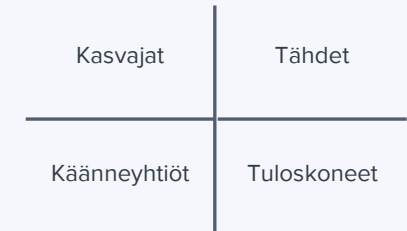
**Sisältää Tiedon ja Evryn itsenäiset luvut ensin vuosilta 2017-2020

***Vuodet 2019-2022; Loihteen osalta käytetty digitaalisen kehityksen liikevaihdon kehitystä ja konsernin käyttökate

^Käyttökate-% -10,7 %; ^ kasvu 88 %; ^^Vincitin ja Bilotin konsolidoidut luvut



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

Kasvajet

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

Tuloskoneet

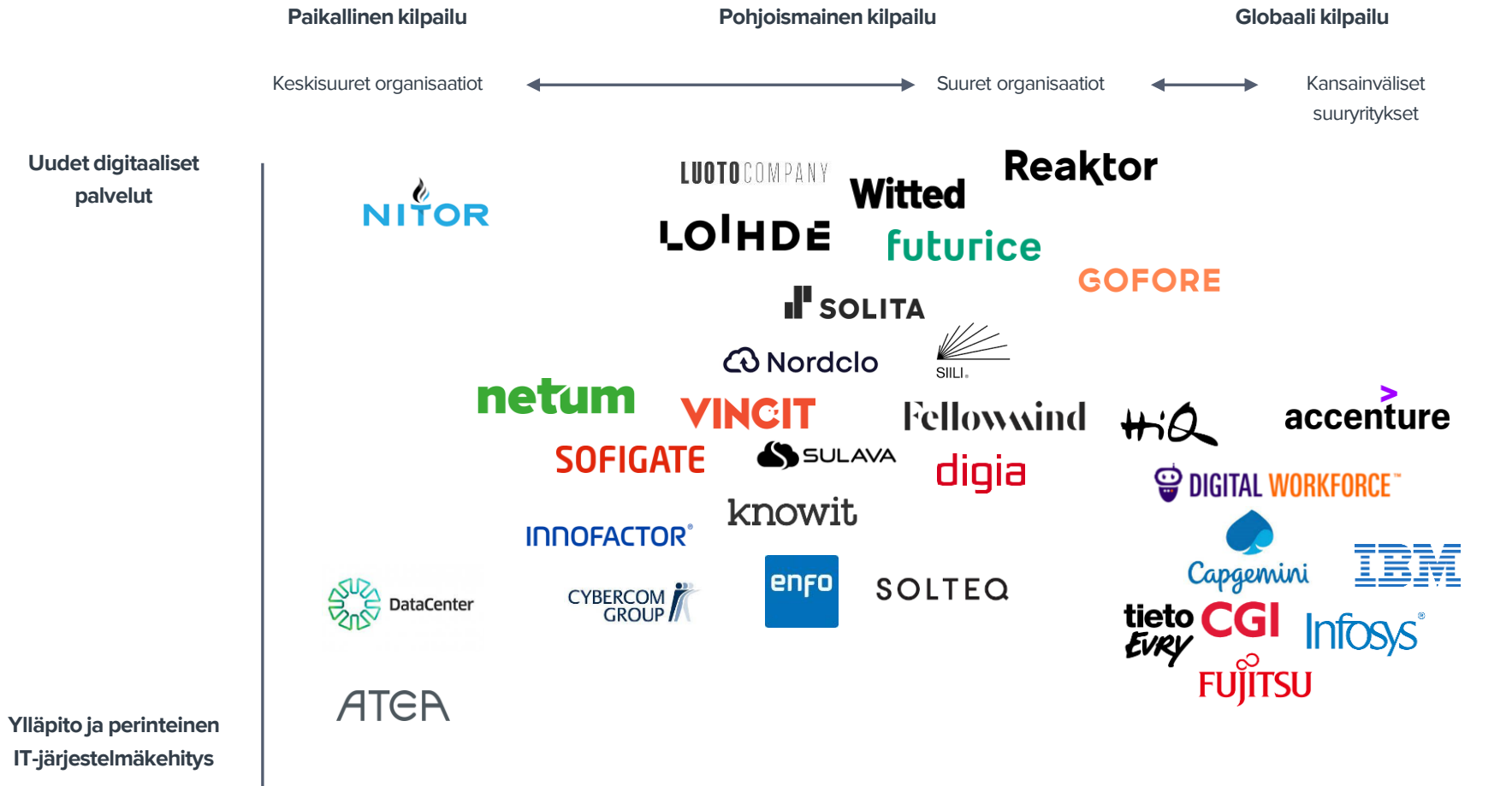
- Yhtiöitä, joiden asiakkailla korkeat vaihdon kustannukset esimerkiksi räätälöityjen ohjelmistoratkaisuiden myötä
- Kannattavuutta optimoitu osin kasvun kustannuksella

Käänneyhtiöt

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

Kilpailukenttä 5/5

Suomen markkinarakenne asiakaskoon ja palvelualuekohtaisen asemoitumisen perusteella



Strategia 1/3

Strategian keskiössä omat toimialavahvuudet ja ohjelmistoratkaisut

Solteq antoi vuoden 2022 lopulla kaivatun tarkennetun strategian. Keskeisimpänä tavoitteena oli kirkastaa näkemys yhtiön kilpailueduista sekä keskittää liiketoiminnot tukemaan tunnistettuja vahvuuksia. Uuden strategian myötä ohjelmistoratkaisuja ja asiantuntijapalveluita pystytään tarjoamaan entistä keskitetymin energiasektorille ja kaupan alalle sekä sähköisen kaupankäynnin tarpeisiin, mikä oli sisäänrakennettuna aikaisemmassa kansainvälistymisstrategiassa. Strategiapäivityksen linjaukset ja valikoidut toimialat olivat siten linjassa odotuksiimme, mutta indikoivat samalla myös yhtiön keskittyvän vahvemmin juuri näiden ympärille. Näin yhtiölle jää näkemyksemme mukaan myös ei-strategisia liiketoimintoja divestoitavaksi, jo divestoitujen retail-toimintojen lisäksi. Yhtiö on viimeisen reilun viiden vuoden aikana muokannut selvästi rakennettaan usealla pienellä yritysostolla ja muutamalla myynnillä. Viimeisimpänä suurehkojen retail-toimintojen myynti alkuvuonna.

Solteqin toimialakohtaiset ohjelmistoratkaisut perustuvat jatkossakin sekä yhtiön omiin tuotteisiin että valittuihin päämiest tuotteisiin. Kasvua tavoitellaan tulevaisuudessa omiin tuotteisiin perustuvalla liiketoiminnalla sekä laadukkailla kolmansien osapuolten ratkaisuilla, kuten hiljattain valikoimaan lisättyllä Salesforce-pohjaisella energiasektorin ohjelmistoratkaisulla. Solteqin tarina on kaivannut mielestämme selkeämpää fokusta ja erityisesti rakennemuutos oli tavallaan looginen ja toi selkeyttä, koska kansainvälistyminen oli ohjaavana tekijänä hatarampi.

Teknologiamaielessä Solteq ei ole erikoistunut yhteen tiettyyn teknologiaan. Solteq käyttää laajalti kolmansien osapuolten teknologioita, joskin keskeisimmät ovat Microsoft, AWS, HCL, Informatica ja Magento. 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
 - Energiasektori
 - Kaupan ala ja sähköisen kaupankäynnin tarpeet

Kansainvälistyminen on näkemyksemme mukaan kasvun ajuri lähivuosina ja pitkällä aikavälillä, mutta ei samalla tavalla enään ”se” ohjaava asia. Yhtiön uusi segmenttirakenne ja maakohtaisten yhtiöiden poistaminen tukee näkemyksemme mukaan kansainvälistä yhtenäistä liiketoimintaa. Yhtiöllä on lisäksi Puolassa reilun 70 osajan 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.

Strategian keskeiset muutokset

- Vahvempi fokus omien vahvuuksien ympärille energiasektorilla ja kaupan alalla
 - Arvioimme ei-strategisten divestointien jatkuvan
 - Pienien yritysostojen fokus kyseisillä sektoreilla, painopisteenä on arvioimme mukaan Utilities-liiketoiminnot
- Siirryttiin maaorganisaatioista toimialajohdettuun malliin
- Kasvua tavoitellaan omilla ja kolmansien osapuolten ohjelmistoratkaistuilla
- 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. Kokoluokassa investoinnit (aktivoinnit) pysyvät arviomme mukaan aikaisemmillä noin 5 %:n tasoilla liikevaihdosta.

Retail & Commercen kasvustrategia on ymmärtyksemme mukaan Suomen markkinaosuuden kasvattamisessa 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 kasvu Suomessa on rajallisempi, johtuen hyvästä markkinaosuudesta, mutta Ruotsissa ja Tanskassa onnistuminen loisi merkittävän kasvumahdollisuuden. Muille Pohjoismaisille markkinoille alkaa kuitenkin olla kiire ja yhtiöllä on arviomme vain yksi mahdollisuus onnistua seuraavan 1-2 vuoden aikana, ennen kuin markkina on käytännössä kiinni seuraavat reilu 5 vuotta. Kasvun painopistettä yritetään siirtää Utilities liiketoiminnassa muuta konsernia vahvemmin palveluliikevaihdosta omaan tuoteliikevaihtoon ja tavoitteena on pidemmällä aikavälillä 50/50 liikevaihdon suhde. 50/50 suhde tarkoittaisi jo 50 MEUR liikevaihto tasoa (tai >3x nykyisen) ja erittäin hyvää kannattavuutta. Tämän jälkeen yhtiön olisi vaikea enää kasvaa Pohjoismaisissa 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 liiketulosavoite. 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 hyvin realistisina.

Utilities-segmentin pitkän aikavälin tavoitteena on vähintään 15 %:n vuotuinen liikevaihdon kasvu ja vähintään 18 %:n liiketulosavoite. Tavoitteet kuvastavat näkemyksemme mukaan Utilities-segmentin suurta ohjelmistojen osuutta. Yhtiö pyrkii saavuttamaan nyt asetetut tavoitteet viimeistään kolmen vuoden päästä (2025 lopussa). Tavoite on näkemyksemme mukaan kunnianhimoisen sekä vaati tuotekehityksen ja myös myynnin onnistumisia seuraavan vuoden sisällä.

Segmenttikohtaisten tavoitteiden lisäksi yhtiön hallitus on vahvistanut yhtiölle tavoitteellisen osinkopolitiikan sekä velkaantumistason. Solteq-konsernin tavoitteena on jakaa osinkoa vähintään 50 % tilikauden tuloksesta.



Strategia 3/3

Yhtiöllä ei ole aikaisemmin ollut osinkopolitiikka. Uusi osinkopolitiikka on arvioimme mukaan mahdollista pitää tavoitetasolla, kun tase on saatu terveille pohjalle, JVK-laina uudelleenrahoitettua ja liiketoiminta takaisin kannattavaksi.

Tavoiteltu pitkän aikavälin velkaantumistaso on 3:1 (nettovelat suhteessa käyttökatteeseen, IFRS16-vaikutus eliminoitu), mikä ymmärryksen mukaan on alle yhtiön ulkona olevan nykyisen joukkovelkakirjalainan. Tavoitteet kuvastavat osakkeen merkittävää potentiaalia, mikäli tavoitteisiin päästään. Ennustamme tällä hetkellä konsernin kasvavan -12...+6 % ja EBIT-%:n olevan 0-6 % vuosina 2023-25.

Yrityskauppastrategia

Yritysjärjestelyihin liittyen pidämme sekä pieniä täsmähankintoja ja liiketoimintamyynnejä mahdollisena lyhyellä aikavälillä. Arvioimme yhtiön pääosin vahvistavan Utilities-liiketoimintaa pienin täsmähankinnoin, kuten viime vuosina on nähty. Yhtiö priorisoi luonnollisesti suurempien ostojen sijasta tällä hetkellä oman liiketoiminnan ”kuntoon laittamista”.

Myynteihin liittyen, pidämme autokaupan ratkaisuja Suomessa ja hammaslääkäriratkaisuja Tanskassa hyvin todennäköisinä divestoinnin kohteina. Haasteena voi olla ostajan löytäminen niin spesifille ja suhteellisen pienille ratkaisuille. Lisäksi Alkon Gold järjestelmä ei myöskään ole strategian keskiössä ja potentiaalinen divestoinnin kohde, mutta erityisesti tähän ostajaa voi olla vaikeampi löytää. Kypsät ohjelmistoratkaisut tuottavat kuitenkin tasaista kassavirtaa yhtiölle. Keskipitkällä aikavälillä pidämme myös POS-ratkaisuja divestoinnin mahdollisena kohteena, mutta ymmärryksen mukaan yhtiö haluaa vielä

kehittää tuoteperhettä. Mikäli POS-perheen myynti toteutuisi olisi loogista myydä myös Commerce and data -toiminnot. Edellä mainittujen myyntien toteutuessa jäljelle jäisi pelkästään Utilities-liiketoiminta, joka tällä hetkellä vaikuttaa olevan vahvasti yhtiön pitkän aikavälin strategian keskiössä.

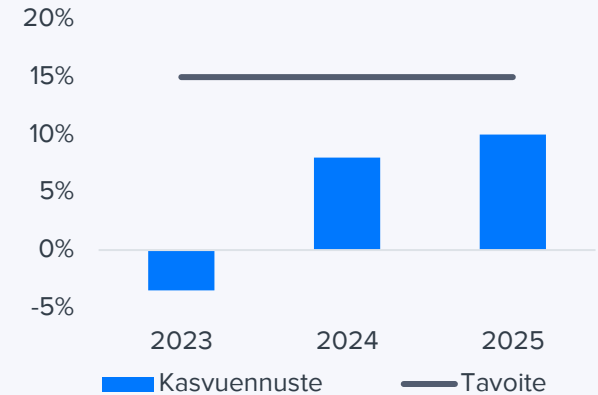
IT-palvelusektorin yrityskaupoissa kulttuuririski on yksi keskeisimpiä riskejä. Lisäksi ulkomaan yritysostot lisäävät riskiä kulttuurin, johtamisen ja lainsäädännön näkökulmasta. Sektorilla on kuitenkin pystytty viime vuosina kyseisiä riskejä laskemaan tiukemmalla kulttuuriseulonalla ja yritysostojen strukturoinneilla.

Yritysjärjestelyt

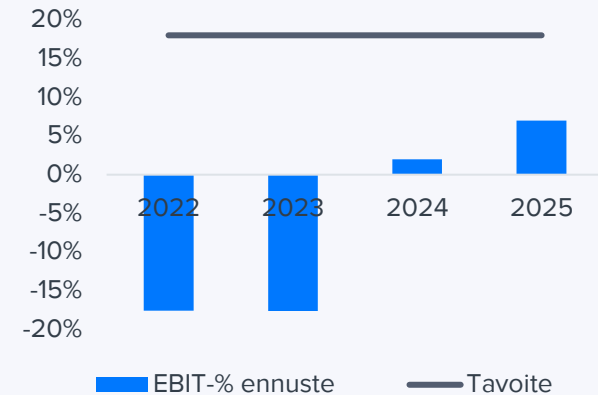
Solteq muokkasi liiketoimintaansa suhteellisen voimakkaasti 2010-luvulla 12 yritysjärjestelyn kautta. Yhtiö osti pääasiassa toimintoja, mutta myös myi 3 ei strategista toimintoa. Solteqilla oli lukujen perusteella haasteita integroida suuremmat yritysostot. Integraatiohaasteita kompensoivat tosin yritysostojen matalat arvostuskertoimet (0,5x-0,9x EV/liikevaihto- ja P/S-kertoimia). 2020-luvulla yhtiö on tehnyt kolme pienempää yritysostoa vahvistamaan Utilities-liiketoimintaa ja [myynyt](#) yhden suurehkon osan Retail-toiminnoista.

Solteqin nykyisen strategian kannalta merkittävin kauppa oli inPulse -yritysosto vuonna 2017. inPulse-yritysoston myötä yhtiö vahvisti omaa ohjelmistotarjoomaansa ja laajeni uudelle Utilities-toimialalle. inPulsen toiminnot ovat nyt Solteqin strategian keskiössä ja se osa yhtiötä josta haetaan voimakkainta tuloskasvua tulevina vuosina.

Utilities - Liikevaihdon kasvu



Utilities - EBIT-%



Solteqin strategia ja Inderesin näkemys

2016
-
2022

Kansainvälisen- ja ohjelmistoliiketoiminnan perustan rakentaminen

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

2023
-
2025

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 hyvin 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

2026-

Utilities-liiketoimintaa Pohjoismaissa

- Utilities-liiketoiminta vetää kasvua
- Laajentuminen uusille markkinoille, myös mahdollisesti Pohjoismaiden ulkopuolelle
- Liikevaihdon keskittyminen paremmin kannattavaa ohjelmistoliiketoimintaan
- Retail-liiketoimintaa myydään arviomme mukaan
- Mahdollisesti kasvua kiihdyttäviä yrityskauppoja

Strategian Must Win Battles

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

- Kriittiset vuodet Utilities-liiketoiminnan Pohjoismaisen laajentumisen näkökulmasta
- Uusia divestointeja tulee hyvin todennäköisesti
- Mahdollisesti vain pieniä tarkkaan valikoituja yritysostoja
- Retail & Commerce liiketoiminnan kannattavuuden palauttaminen ja kasvu Tanskassa sekä Ruotsissa
- Nykyisten tuotteiden kehittämisen jatkaminen ja ongelmien korjaaminen kriittistä Utilities-liiketoiminnassa viimeistään seuraavan vajaan vuoden aikana

Seuraavat 5 vuotta

- Pohjoismaisten markkinoiden edelleen vahvistaminen, erityisesti Utilities osalta
- Mahdollisia suurempia Utilities-liiketoiminnan yritysostoja
- Mahdollinen Retail-liiketoiminnasta luopuminen kokonaan ja panostaminen Utilities-liiketoimintaan
- Potentiaalinen laajentuminen uusille markkinoille, esimerkiksi Saksaan, mutta vielä hyvin pieni todennäköisyys

Solteqin yrityskaupat

Vuosi	Osto/Myynti	Toinen osapuoli	EV	EV/L	EV/EBIT	Liikevaihto	Liikevoitto	Henkilöstö
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	Enerity 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 1/3

Vaihtelevaa kehitystä historiassa

Tarkastelemme tässä osiossa Solteqin historiaa 2012-luvulta lähtien, koska tämä kuvaa paremmin yhtiö nykyliiketoimintarakenteelle relevanttia kehitystä ja markkinamuutoksia, vaikkakin yhtiö on käynyt läpi voimakasta muutosta myös viime vuosina. Vuosina 2012-2022 Solteq kasvoi keskimäärin 6 % vuodessa 38 → 68 MEUR:oon. Yhtiö on viimeisen 9 vuoden aikana netto-ostanut liikevaihtoa arviolta noin 42 MEUR:lla ja näin kasvu perustunut vahvasti yrityskauppoihin. 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.

IFRS-16 muutoksen ja kasvaneiden tuoteinvestointien jälkeen vuosina 2017-2022 poistot ovat olleet keskimäärin noin 8 % liikevaihdosta. Vuonna 2022 Solteq Roboticsin alaskirjaus kasvatti tasoa 4,4 MEUR:lla. Ilman alaskirjausta poistotasoa on vakiintunut viime vuosina noin 8 %:iin.

Solteq on myös aktivoinut tuotekehitysmenoja aikaisempina vuosina poistoja enemmän, mutta viime vuosina aktivoinnit ovat tasaantuneet poistojen alle ja Q1'23:lla aktivoinnit olivat jo alle. Yhtiö on myös kommunikoinut mahdollisesti purkavansa nykyisen aktivointimallin ja alkavan tulouttaa tuotekehitysmenot suoraan tuloslaskelman kautta. Tällä ei olisi kassavirtavaikutusta, mutta silloin käyttökatteesta tulisi liikevoittoa parempi kannattavuuden mittari.

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, sekä viime vuonna erityisesti Utilities-haasteita.

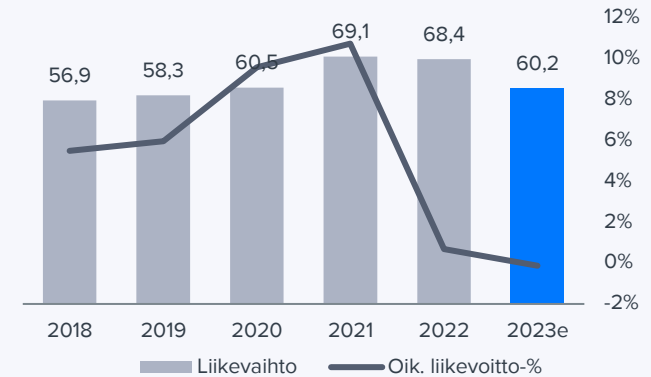
Solteq ei ole historiassa kunnostautunut osingonmaksajana vaan käyttänyt maltillista kassavirtaa vahvemmin yritysostoihin. Yhtiön velkataso on myöskin ollut varsin korkea pidempään, mikä on laskenut osingonmaksukykyä. Yhtiö on maksanut vuosina 2016-2022 3 kertaa osinkoa ja tällöin keskimäärin 71 % tuloksesta.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

Vuosi 2022 oli hyvin vaikea

Vuosi 2022 oli Solteqille haastava, erityisesti vuoden loppua kohden mentäessä. Markkinan epävarmuus Ukrainan sodan, korkean inflaation ja nousseiden korkojen ajamana heijastui erityisesti Retail & Commercen kysyntään H2:lla. Lisäksi yhtiön omat sisäiset projekti- ja tuotekehityshaasteet Utilities segmentissä painoivat kehitystä. Liikevaihto laski 1 % ja orgaanisesti 5 edellisvuoteen nähden.

Solteq teki tilikaudella 4,4 MEUR:n alaskirjauksen sen Robotiikka-liiketoiminnasta. Robotiikka-liiketoimintaan tehtyjen investointien tuotto jäi näin heikoksi, mutta liiketoiminnan vaatimat tuotekehityspanostukset jäivät myös pois jatkossa.

Liikevaihdon ja kannattavuuden kehitys



EPS ja osinko



Historiallinen kehitys ja taloudellinen tilanne 2/3

Solteq järjesteli segmenttirakenteensa uudelleen vuodesta 2023 alkaen Retail & Commerce - ja Utilities -segmentteihin. Yhtiö julkaisi segmenteistä vertailutiedot vain vuodelta 2022.

Retail & Commerce teki vuonna 2022 54 MEUR liikevaihtoa vastaten 79 % konsernin liikevaihdosta. Jatkuvien ohjelmistotuottojen osuus segmentin liikevaihdosta oli 11 %. Oikaistu liikevoitto oli 6 %. Segmentin oik. liikevoitto-% oli hyvällä 9-10 %:n tasolla H1:llä, mutta markkinan epävarmuus iski vahvasti H2:lla ja kannattavuus putosi heikompien laskutusasteiden ajamana 1-2 %:iin.

Utilities-segmentti teki vuonna 2022 15 MEUR liikevaihtoa vastaten 21 % konsernin liikevaihdosta. Jatkuvien ohjelmistotuottojen osuus segmentin liikevaihdosta oli 26 %. Oikaistu liikevoitto oli -16 %. Kannattavuus kärsi vahvasti jo tehtyjen installaatioiden korjaamisesta, joka myös laski myytävissä olevaa kapasiteettia.

Poistot ja arvonalentumiset nousivat selkeästi vuonna 2022 10 MEUR:oon (2021: 5,1 MEUR) Solteq Roboticsin 4,4 MEUR alaskirjauksen ajamana. Kehittämismenojen (1,9 MEUR), aineettomien oikeuksien (1,3 MEUR) ja koneiden & kaluston poistot olivat yhteensä 3,2 MEUR, kun taas investointeina näihin aktivoitiin yhteensä 3,6 MEUR. Luvuissa ei ole huomioitu vuokrasopimuksiin liittyvien käyttöoikeusomaisuuserien muutoksia. Kehittämismenojen poistotasot olivat yhä niiden aktivointeja matalammat, mutta kokonaisuutena poistot olivat varsin hyvin linjassa aktivointien

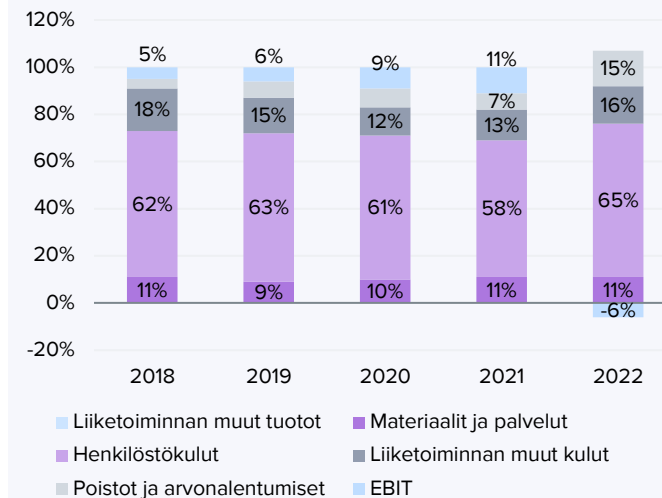
kanssa.

Merkittävä osa poistoista on yrityskauppoihin liittyviä ei-kassavirtavaikuttavia poistoja, mutta niiden oikaiseminen ei nähdäksemme tässä vaiheessa ole järkevää, sillä muuten investoinnit ylittäisivät vielä selkeästi poistot. Mikäli T&K-aktivoinnit pienenisivät suhteessa niiden poistoihin olisi yrityskauppojen poistojen oikaiseminen perusteltua. Arviomme mukaan poistot tulevat olemaan nyt jatkossa linjassa vielä paremmin investointien kanssa Robotiikka-investointien jo loputtua. Näin oikaistu liikevoitto on jälleen varsin hyvä kassavirran mittari yhtiölle. [Enerity Solutions yrityskauppaan](#) investointiin 5,3 MEUR.

2023 alkoi varovaisia lupauksia herättäen

Q1'23:lla Solteqin liikevaihto laski 12 % 16,9 MEUR:oon molempien liiketoimintojen painamana. Retail & Commercessä kysynnän heikkeneminen rauhoittui ja yhtiö sai myös myyntionnistumisia. Utilities segmentin osalta haasteet jatkuivat, mutta yhtiö odottaa tilanteen olevan kesän jälkeen selkeästi parempi, mikä vaati kuitenkin kovaa käännettä. Liikevoitto oli tappiolla 0,1 MEUR tai -0,5 % liikevaihdosta ylittäen -0,8 MEUR:n ennustemme. Kannattavuus parani selvästi edellisestä neljänneksestä (Q4: -7 %) arviomme mukaan pääosin tehostamisien ja parempien laskutusasteiden ajamana (henkilöstömäärä laski 27:llä).

Kustannusrakenne,
% liikevaihdosta



Historiallinen kehitys ja taloudellinen tilanne 3/3

Solteq myi huhtikuussa sen Microsoft Dynamics 365 Business Central ja LS Retail -toiminnanohjausratkaisuihin liittyvän palveluliiketoiminnan 15 MEUR:n kiinteällä kauppahinnalla + mahdollisella 5 MEUR lisäkauppahinnalla, joka on sidottu seuraavan 12 kuukauden liikevaihdon kehitykseen. Kauppa parantaa selkeästi yhtiön vaikeaa taseasemaa ja vähentää siten nykyisen velan uudelleenrahoituksen liittyvää riskiä. Toisaalta yhtiö myi yhden kannattavimmista liiketoiminnoistaan, mikä edelleen heikentää kassavirtaa lähiaikoina.

Vivutettu tase ja rahoituksen uudelleenjärjestely

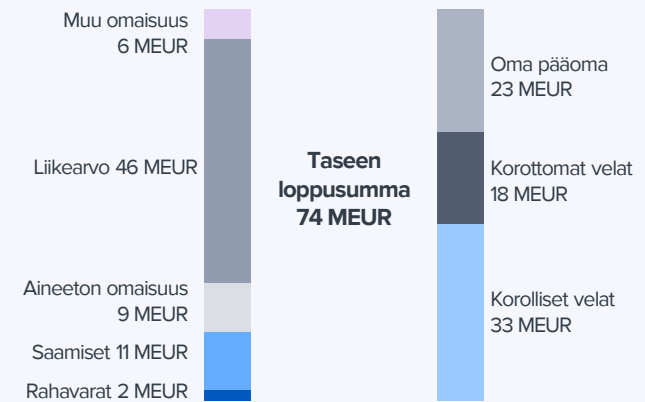
Solteqin omavaraisuusaste oli Q1'23 lopussa 31 % ja nettovelkaantumisaste korkea 137 % (Q1'23: 36 % ja 96 %). Yhtiön nettovelka oli 31 MEUR, ja kassassa oli kvartaalin lopussa 2 MEUR. Nettovelka/käyttökate oli korkea 7,6x. Vivutettu tase ja T&K aktivoinnit pois lukien Solteqin tase kuvastaa tyypillistä IT-palveluyhtiötä, joka on toteuttanut useita yritysostoja, joista on syntynyt liikearvoa taseeseen. Liikearvoa taseessa oli 46 MEUR Q1'23 lopussa. Muista sektorin yhtiöstä poiketen yhtiö on aktivoinut huomattavasti T&K-kuluja taseeseen ja muut aineettomat hyödykkeet olivat, joka sisältää myös yrityskaupoista syntyneitä aineettomia hyödykkeitä oli 9 MEUR Q1'23 lopussa. Saamiset olivat 12 MEUR ja lyhytaikaiset korottamat velat 18 MEUR Q1'23 lopussa. Näin yhtiö operoikin negatiivisella käyttö pääomalla. Taseen loppusumma oli 74 MEUR.

Solteq uudelleenrahoitti 2020 lopulla jvk:nsa laskien liikkeelle 23,0 MEUR suuruisen kiinteäkorkkoisen vakuudettoman senior-ehtoisen joukkovelkakirjalainan (JVK). Lainan korko on 6 % ja se erääntyy 1.10.2024. Alun perin JVK-laina nostettiin Descom-kaupan yhteydessä vuonna 2015. Lainan uudelleenrahoitus alkaa olemaan jälleen varsin ajankohtainen kysymys, liiketoimintakaupan myötä uuden lainan epäsuotuisiin ehtoihin tai oman pääoman ehtoiseen rahoituksen keräämiseen liittyvä riski kuitenkin laski selkeästi. Nyt arviomme mukaan nettovelka voisi asettua 20 MEUR:oon vuoden 2023 lopussa.

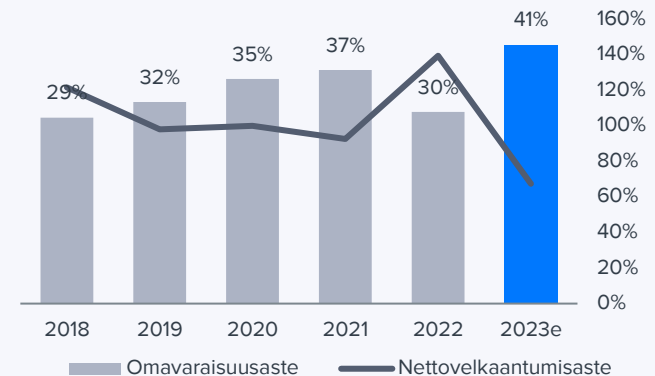
JVK-lainan kovenantit edellyttävät, että yhtiön omavaraisuusaste tarkasteluhetkellä ylittää 27,5 %, korkokate (käyttökate/nettokorkokulut) ylittää suhdeluvun 3,0:1 ja konsernin korolliset nettovelat/käyttökate eivät ylitä suhdelukua 4:1. Tarkasteluajanjaksona käytetään edeltävää 12 kuukautta. Q1'23 lopussa nettovelat/käyttökate - sekä korkokate-kovenantit eivät täytyneet, mutta tehdyn liiketoimintakaupan jälkeen ne täyttyvät jälleen varsin selkeästi Q2'23 eteenpäin.

Solteq haki JVK-lainan haltijoilta käyttö pääomalainan korotuslupaa 7 MEUR:sta 10 MEUR:oon vuoden 2022 lopulla ja sai hyväksynnän. Toimenpide maksoi 230 TEUR. Korotus oli varotoimenpide, mikäli haasteet kärjistyisivät ja oli jälkikäteen katsottuna turha, mutta siinä hetkessä perusteltu "vakuutus".

Taserakenne, 31.12.2022



Taseen avainlukujen kehitys



Historiallinen kehitys

Lyhennetty tuloslaskelma	2018	2019	2020	2021	2022	2023e
Liikevaihto	56,9	58,3	60,5	69,1	68,4	60,2
Käyttökate (EBITDA)	4,8	9,7	10,4	12,3	5,6	13,3
Oikaistu liikevoitto (EBIT)	3,1	3,5	5,8	7,4	0,5	-0,1
Liikevoitto (EBIT)	2,5	5,7	5,4	7,1	-4,4	7,9
Tulos ennen veroja	0,6	3,7	2,7	5,2	-6,6	6,8
Nettotulos	0,4	2,8	2,0	4,1	-5,4	5,3
Osakekohtainen tulos	0,1	0,1	0,15	0,23	-0,03	-0,06
Vapaa kassavirta	-2,4	4,1	-0,6	4,6	-3,6	13,6

Avainluvut	2018	2019	2020	2021	2022	2023e
Liikevaihdon kasvu-%	12,1 %	2,5 %	3,7 %	14,2 %	-0,9 %	-12,1 %
Käyttökate-%	8,4 %	16,7 %	17,2 %	17,8 %	8,1 %	22,2 %
Oik. liikevoitto-%	5,5 %	6,0 %	9,6 %	10,7 %	0,7 %	-0,1 %
Liikevoitto-%	4,3 %	9,8 %	8,8 %	10,3 %	-6,4 %	13,2 %
ROE-%	1,7 %	12,1 %	7,8 %	15,0 %	-21,4 %	20,9 %
ROI-%	5,0 %	10,8 %	9,7 %	12,3 %	-7,8 %	14,7 %
Omavaraisuusaste	29,4 %	31,9 %	35,5 %	36,9 %	30,3 %	41,0 %
Nettovelkaantumisaste	121,6 %	97,9 %	99,9 %	92,6 %	139,4 %	67,4 %

Osakelukuja	2018	2019	2020	2021	2022	2023e
EPS (oikaistu)	0,05	0,05	0,15	0,23	-0,03	-0,06
Kassavirta / osake	-0,12	0,21	-0,03	0,24	-0,19	0,70
Osinko / osake	0,00	0,00	0,15	0,10	0,00	0,00
Omapääoma / osake	1,13	1,27	1,37	1,44	1,16	1,43

Lähde: Inderes

Ennusteet 1/4

Vuonna 2023 odotamme trendin paranevan loppuvuotta kohden mentäessä

Solteq ohjeistaa liikevaihdon olevan 60–62 MEUR ja liiketuloksen oikaistuna 8 MEUR:n myyntivoitosta olevan lievästi tappiollinen. Vuosi 2023 alkoi varovaisia lupauksia herättäen. Arvioimme liikevaihdon laskevan koko vuonna 12 % 60,2 MEUR:oon myytyjen liiketoimintojen ajamana. Orgaanisesti arvioimme liikevaihdon laskevan 3 %. Oikaistun liikevoiton arvioimme laskevan -0,1 MEUR:oon (2022: 0,5 MEUR). Näin liikevaihtoennusteemme on suhteellisen kapean ohjeistuksen alalaidassa ja kannattavuusennusteemme vastaa ohjeistusta.

Retail & Commerce segmentin liikevaihdon arvioimme laskevan 14 % (orgaaninen kehitys -2 %) liiketoimintojen myynnin ajamana. Microsoft BC ja LS Retail –toiminnan-ohjausjärjestelmiin perustuvan liiketoiminnan myynnin jälkeen jäljelle jäävän kokonaisuuden kannattavuus tulee arviomme mukaan olemaan Q1:llä nähtyä 9 %:n kannattavuutta heikompi. Myydyn liiketoiminnan liikevoitto oli noin 13 %. H2:lla arvioimme konservatiivisesti segmentin tekevän noin 3 %:n oikaistua liikevoitto-%:a. Kannattavuutta tukee paremmat laskutusasteet verrattuna H2'22:een. Vastatuulta aiheuttaa epävarma markkinatilanne, palkkainflaatio ja kireämpänä säilyvä asiakaskysyntätilanne. Toisaalta arvioimme mukaan ilman myytyä liiketoimintaa kannattavuus olisi ollut Q1:llä noin 7 %, joten segmentillä on myös edellytykset ennusteitamme parempaan suoritukseen.

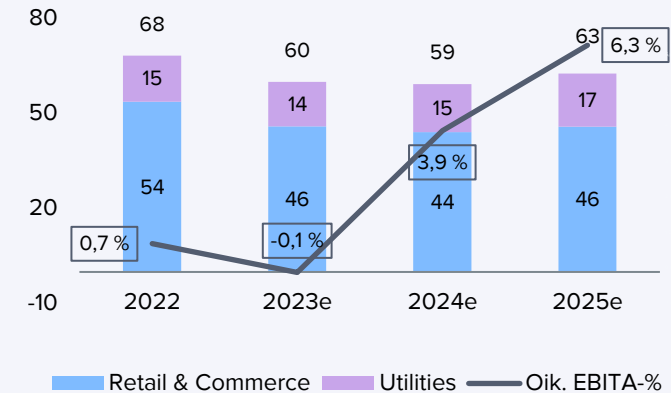
Utilities segmentin liikevaihdon arvioimme laskevan 4 % tuotekehityshaasteiden ajamana.

Suurin osa laskusta tuli jo Q1:llä (-20 %), jossa oli vahva vertailukausi. Arvioimme pahimman vaiheen olevan juuri menossa/takana ja liikevaihdon kääntyvän jälleen 8 %:n kasvuun H2:lla. Kasvua tukee ongelmien hiljalleen väistyminen, yhtiön historian suurimman [Helen-hankkeen](#) käynnistyminen ja toisaalta vertailukaudet ovat Q1:tä helpompia. Helen-käyttöönotto on erittäin tärkeä vedenjakaja yhtiön kannalta. Yhtiö on varsin luottavainen tällä hetkellä, että sen tuotteen iskukyky on tarpeeksi hyvä ja, että se pystyy toimittamaan sovitun mukaisesti. Arvioimme segmentin liikevoitto-%:n pysyvän heikolla edellisvuoden -18 %:n tasolla, mutta vahvistuvan vuoden edetessä liikevaihdon kääntyessä jälleen kasvu-uralle.

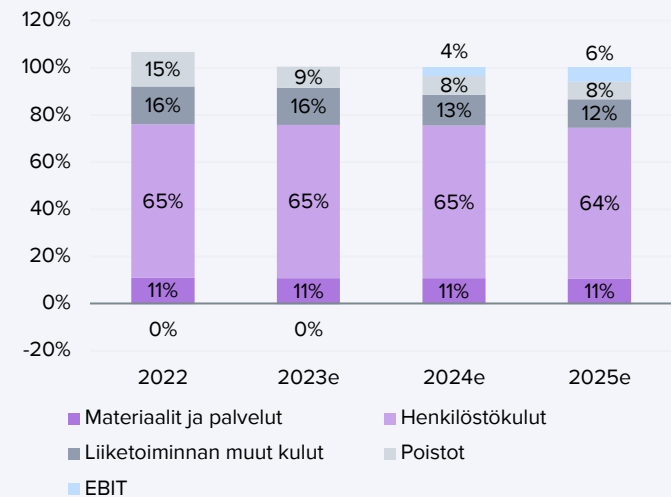
Näemme myös edellytykset kannattavuuden vahvistumiselle odotuksiamme vahvemmin, sillä merkittävä osa heikosta kannattavuudesta selittyy sillä, että nykyisten installaatioiden korjauksessa on ollut asiantuntijoita kiinni, jotka olisivat muuten olleet laskuttavassa työssä. Näin tämän hetkisten ongelmien loppuminen tulisi vivulla läpi kannattavuuteen, sillä arvioimme mukaan Solteqin Utilities-asiantuntijapalveluille olisi ollut kysyntää mihin yhtiö ei ole pystynyt vastaamaan ongelmien selvittämisen takia. Vaikkakin nähdäksemme näkyvyys ongelmien selviämiseen on parantunut, on se kuitenkin yhä heikko, jonka takia ennusteisiimme liittyy merkittävää epävarmuutta.

Arvioimme oikaistun osakekohtaisen tuloksen jäävän -0,06 euroon, emmekä odota yhtiön maksavan osinkoja tilikaudelta. Arvioimme T&K aktiivointien olevan 2-3 MEUR lähivuosina, jonka tulisi olla linjassa aineettomien poistojen kokonaismäärän kanssa.

Liikevaihdon kehitys segmenteittäin ja oikaistu konsernin EBITA-%, MEUR



Kustannusrakenne, % liikevaihdosta



Ennusteet 2/4

Pidämme lisäksi uusia strategisesti ei keskeisten liiketoimintojen myyntejä mahdollisena lähivuosina. Myynnit selkeyttäisivät rakenneta sekä parantaisivat fokusta ja taseasemaa. Arvioimme Solteqin irtautuvan lyhyellä/keskipitkällä -aikavälillä sen Retail & Commerce -segmenttiin sisältyvistä kypsässä vaiheessa olevista Dental & Care- ja autokaupan ratkaisuksista, mutta se sisältyvät toistaiseksi ennusteisiimme.

Vuodet 2024-2025 tulevat olemaan kriittisiä vuosia sijoitustarinan kannalta

Vuodet 2024-25 tulevat olemaan Solteqin sijoittajatarinassa aivan keskiössä, erityisesti Utilities-liiketoiminnan kannalta. Arvioimme konsernin liikevaihdon kasvavan orgaanisesti 5 % ja supistuvan kokonaisuutena 1%:n liiketoimintakaupan ajamana vuonna 2024 ja kasvavan 6 % vuonna 2025 . Liikevoitto-%:n arvioimme vahvistuvan 4 %:iin vuonna 2024 Utilities-segmentin vahvan parannuksen ajamana. Vuonna 2025 arvioimme liikevoitto-%:n nousevan 6 %:iin Utilities liiketoiminnan ohjelmistojen ajamana.

Retail & Commerce -segmentin arvioimme kasvavan kyseisinä vuosina 4 %, mikä on selkeästi 8 %:n tavoitetta hitaammin. Kasvua tukee arviomme mukaan commerce & data asiantuntija-liiketoiminnan parantunut asiakaskysyntä, Solteq Commerce Cloudin omien ohjelmistojen tilaukset sekä kansainvälistyminen erityisesti Tanskassa. Ruotsin retail-liiketoiminnan vahvuus myytiin juuri ja uuden myyntiputken rakentaminen vie arviomme mukaan aikaa. Liikevoitto-%:n arvioimme varovaisesti jäävän 4,5 %:iin vuonna 2024 ja nousevan 6,0 %:iin vuonna 2025. Yhtiö tavoittelee 8 %:n liikevoitto-%:a, mikä on

varovaisista ennusteistamme huolimatta mielestämme hyvin realistinen tavoite, kun huomioidaan ohjelmistoliiketoiminnan osuus (vajaa 20%).

Utilities-segmentin kasvun arviomme kiihtyvän 8 %:iin vuonna 2024 ja 10 %:iin vuonna 2025 kansainvälistymisen tukemana. Yhtiö tavoittelee 15 %:n vuotuista kasvua, joten hyvässä skenaariossa ennusteissamme on vielä selkeästi nousuvaraa. Vuodet 2024 ja 2025 tulevat olemaan äärimmäisen tärkeitä, kun Ruotsin ja Tanskan markkinaa jaetaan. Laajentuminen Tanskan ja Ruotsin markkinaan alkaa tukea arviomme mukaan tosissaan vuonna numeroita vuonna 2025 ja tästä eteenpäin, mutta tilaustiedotteita tulisi tulla jo vuonna 2024. Liikevoitto-%:n arvioimme nousevan 2 %:iin vuonna 2024 ja 7 %:iin vuonna 2025. Yhtiö tavoittelee 18 %:n marginaalia pitkällä aikavälillä.

Kannattavuusennusteemme ovat toistaiseksi varsin konservatiivisia, sillä kansainvälistymiseen liittyy myös nähdäksemme merkittäviä riskejä, koska maakohtainen regulaatio ja vaadittava räätälöinti tekevät markkinaan menosta suhteellisen vaikeaa. Ääriesimerkki markkinan vaikeudesta onkin nyt nähty Suomessa.

Oikaistu osakekohtainen tulos nousee arviomme mukaan 0,03 euroon vuonna 2024 ja vahvalla vivulla 0,11 euroon korkokulujen pienentyessä velan takaisinmaksun mukana vuonna 2025 . Vuoden 2024 ei-oikaistua osakekohtaista tulosta tukee vielä liiketoimintakaupan lisäkauppahinta, josta olemme kirjanneet 2,5 MEUR eli 50 % mahdollisesta kokonaissummasta ennusteisiimme.



Solteqin kasvuajurit

Pitkä aikaväli

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

Lyhyt aikaväli

- Utilities-ongelmien päättyminen ja suuren Helen-hankkeen käynnistyminen
- Laajentuminen Ruotsin ja Tanskan markkinaan Utilities-liiketoiminnassa
- Markkinan kääntyminen jälleen kasvuun Retail & Commerce –segmentissä
- Hidasteina mahdolliset liiketoimintamyynnit



Solteqin kannattavuusajurit

- Utilities ongelmien päättyminen ja kasvun jatkuminen sekä kasvun skaalautuminen kannattavuuteen
- Tehokkuuden parantaminen – laskutusasteiden nousu palveluliiketoiminnoissa
- Palkkainflaation, vaihtuvuuden ja asiakashintojen kehityksen hallitseminen
- Ohjelmistoliiketoiminnan osuuden kasvaminen
- Korkokulujen pienentyminen 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 2026-2030 ennustamme Solteqin maltillisesti kasvavan 4-5 % vuosittain. Kasvun ajurina ennusteissamme toimii erityisesti Utilities-segmentti, johon yhtiö tekee merkittäviä panostuksia. Ennustamme EBIT-%:n vahvistuvan varovaisesti 8 %:iin myöskin Utilities-segmentin vetämänä kansainvälisten markkinoiden kypsyyssä. Onnistuessaan ohjelmistoliiketoiminnan kansainvälistymisessä on ennusteissamme edelleen selvää nousuvaraa. Samalla tämä antaisi näkyvyyttä ja luottamusta tukeutua myös pidemmän aikavälin ennusteisiin, mikä tällä hetkellä on näkemyksemme mukaan vielä liian aikaista.

Utilities-liiketoiminnan skaalaedut alkavat pintautumaan vahvemmin noin 25 MEUR kokoluokassa. 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-%). Nykyisen strategiakauden aikana yhtiö ei aio mennä Pohjoismaiden ulkopuolelle. Pidemmällä aikavälillä näemme laajentumisen muualle Eurooppaan mahdollisena, mitä kuluvan vuosikymmenen aikana nähtävä energiamarkkinan murros tukee.

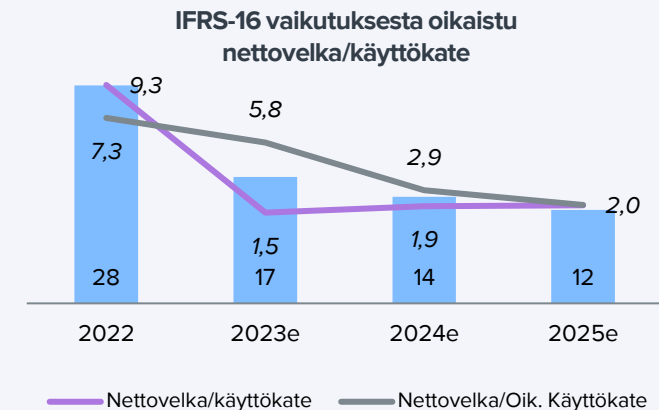
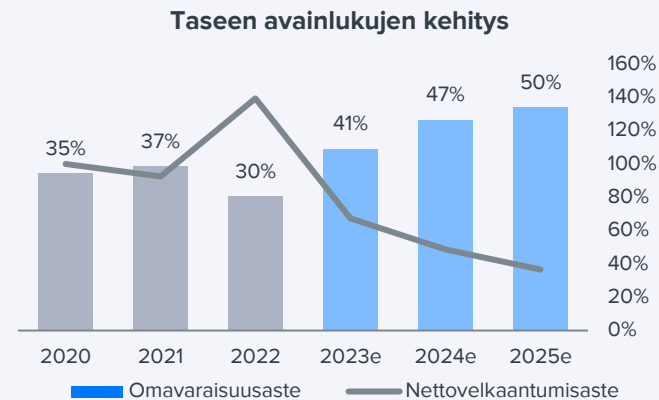
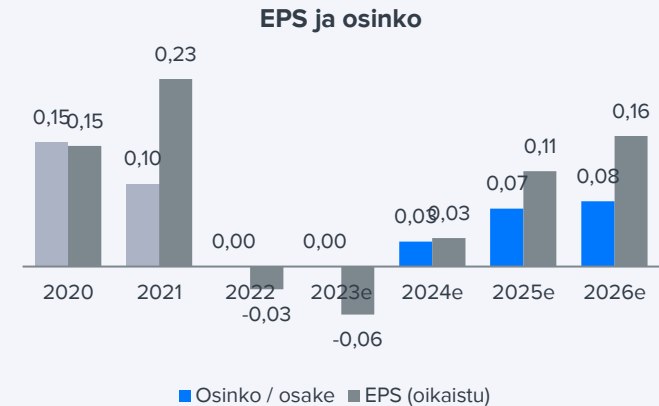
Tase vahvistuu selkeästi

Vahvemman kassavirran ja Microsoft & LS Retail –liiketoiminnan myynnin myötä tase vahvistuu selvästi vuosittain heikosta vuoden 2022 lopun asemasta, Ennusteissamme omavaraisuusaste nousee 2023e 41 %:sta 47 %:iin vuonna 2024e ja vastaavasti nettovelkaantumisaste laskee 67 %:sta 49 %:iin. Nettovelka/käyttökate ilman IFRS-16-vaikutusta on arviomme mukaan 1,5x ja 1,9x-tasolla vuosina 2023e ja 2024e.

Liiketoimintamyynnin myyntivoitoista oikaistuna nettovelka/käyttökate ilman IFRS-16-vaikutusta laskee 5,8x ja 2,9x tasolle kyseisinä vuosina. Nettovelan arviomme laskevan 17 ja 14 MEUR:oon kyseisinä vuosina, mikä on jo kohtuullinen taso. Näin yhtiöllä tulisi olla hyvät edellytykset uudelleenrahoittaa nykyinen 6 %:n koron JVK-laina kohtuullisin ehdoin ja selkeästi pienemmällä kokonaisvelan määrällä. Lisäksi Solteqilla on jatkossa paremmin liikkumavaraa myös mahdolliseen osingonjakoon.

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

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



Ennusteet 4/4

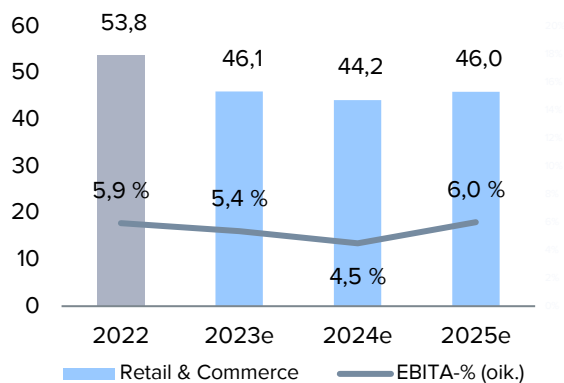
Lyhennetty tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2022	2023e	2024e	2025e	2026e
Liikevaihto	68,4	60,2	59,4	62,7	65,9
Retail & Commerce	42,1	46,1	44,2	46,0	47,8
Utilities	26,3	14,1	15,2	16,7	18,1
Käyttökate	5,6	13,3	9,8	8,7	9,4
Poistot ja arvonalennukset	-10,0	-5,4	-5,0	-4,7	-4,6
Liikevoitto ilman kertaeriä	0,5	-0,1	2,3	3,9	4,8
Liikevoitto	-4,4	7,9	4,8	3,9	4,8
Retail & Commerce	3,2	2,4	2,0	2,8	3,3
Utilities	-7,6	-2,5	0,3	1,2	1,4
Nettorahoituskulut	-2,2	-1,2	-1,5	-1,3	-1,2
Tulos ennen veroja	-6,6	6,8	3,3	2,6	3,6
Verot	1,2	-1,5	-0,7	-0,5	-0,7
Vähemmistöosuudet	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettotulos	-5,4	5,3	2,6	2,1	2,9
EPS (oikaistu)	-0,03	-0,06	0,03	0,11	0,15
EPS (raportoitu)	-0,28	0,27	0,13	0,11	0,15

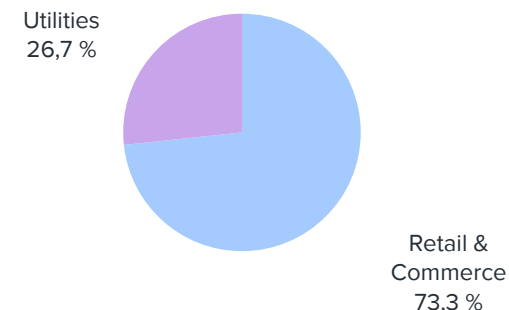
Tunnusluvut	2022	2023e	2024e	2025e	2026e
Liikevaihdon kasvu-%	-0,9 %	-12,1 %	-1,2 %	5,5 %	5,1 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	-93,7 %	-116,3 %	-3117,4 %	71,3 %	22,0 %
Käyttökate-%	8,1 %	22,2 %	16,5 %	13,8 %	14,2 %
Oikaistu liikevoitto-%	0,7 %	-0,1 %	3,9 %	6,3 %	7,3 %
Nettotulos-%	-7,9 %	8,8 %	4,4 %	3,3 %	4,3 %

Lähde: Inderes

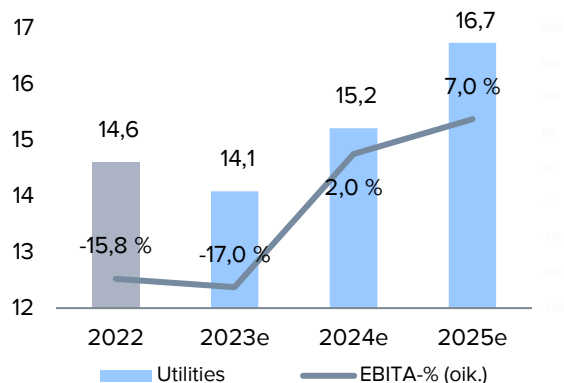
Retail & Commerce liikevaihto ja liikevoitto-%, MEUR ja % liikevaihdosta



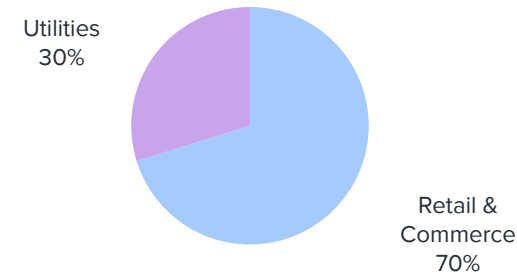
Osuus konsernin liikevaihdosta, 2025e



Utilities liikevaihto ja liikevoitto-%, MEUR ja % liikevaihdosta



Osuus konsernin liikevoitosta, 2025e



Sijoitusprofiili

1. Molempien liiketoimintojen tulospääntee

2. Tuotteiden kilpailukyvyt osoittaminen ja kansainvälistyminen kasvuaureina

3. Markkinalla hyvät pitkän aikavälin kysyntäfundamentit

4. Tase on vivutettu, mutta velkaisuus on jälleen kohtuullisella tasolla

5. Arvostuksessa nousuvaraa kasvun, tulostason vakauden ja liiketoimintamallin skaalautuvuuden parantuessa

Lähde: Inderes

Potentiaali



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

Riskit



- Utilities-liiketoiminnan tuotekehitys- ja laatuongelmien pitkittyminen, mikä rajaisi myös kansainvälistymismahdollisuuksia
- Palkkainflaation ja asiakashintojen yhtälön hallinnassa epäonnistuminen
- Yleisen taloustilanteen heikentymisen vaikutus Retail & Commerce –asiakaskysyntään
- Projektiriskit ja asiakkaiden neuvotteluvoima
- Asemoituminen väliinputoajaksi suurten ja pienten toimijoiden väliin
- Yrityskaupoissa epäonnistuminen

Arvonmääritys 1/4

Arvonmäärityksen taustat

Solteqin arvonmääritykseen liittyy paljon epävarmuutta nykytilanteessa. Lyhyen aikavälin tuloksesta ei saada tukea ja samaan aikaan pidemmän aikavälin potentiaaliin on vaikea vielä tukeutua nykyhetkessä. Lisäksi mikäli nykyisten liiketoimintojen kassavirtaprofiili pysyisi pidempään nykyisen kaltaisena, voisi velkaantumisen muodostua vielä uudestaan ongelma.

Tulos pohjaisesti arvonmääritys vaatiikin vähintään keskipitkää aikahorisonttia. Ensisijaisesti tukeudumme kuluvan ja ensi vuoden tulokseen sekä liikevaihtoon, jossa liikevaihto näyttelee toistaiseksi korostunutta roolia. Solteqin osakekurssi on romahtanut likimain alimmille tasoilleen 2010-luvulla ja yhtiö onkin profiililtaan selkeä käänneyritys. Ylivoimaisesti selkein kurssijuri on mielestämme kannattavuuden kehitys. Utilities-liiketoiminnan ongelmien ja tuloskäänteeseen liittyvän epävarmuuden ollessa yhä korkealla on matalalle osakurssille mielestämme myös tosin hyviä perusteita.

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

Tulos pohjaisesti kireä arvostus, mutta liikevaihtopohjainen arvostus kieli potentiaalista

Tarkastelemme Solteqin arvonmäärityksessä EV/EBIT-, EV/Liikevaihto- ja P/E-kertoimia. Käytämme ensisijaisesti yritysarvopohjaisia kertoimia, sillä ne huomioivat suhteellisen korkeahkon nettovelan. Kertoimista EV/EBIT on tärkein mittarimme ja nykyisessä tilanteessa, kun arvioimme poistojen ja aktivointien olevan tasapainossa, on liikevoitto

mielestämme jälleen käyttökelpoisin tulostittari. Käytämme myös liikevaihtopohjaista EV/Liikevaihto-kerrointa, koska Solteqin tulostaso on tänä ja ensi vuonna selkeästi alle potentiaalinen ja historiassa nähdyn tason. Lisäksi merkittävä ja arviomme mukaan nopeitten kasvava osa liikevaihdosta on hyvin skaalautuvaa ja jatkuvaa ohjelmistoliiketoimintaa, mikä tukee myös liikevaihtokertoimien käyttöä nykyisessä kehitysvaiheessa. P/E-kerroin sen sijaan kertoo osakkeen potentiaalista erityisesti siinä tapauksessa mikäli kassavirta vahvistuu ja riskitaso laskee odotuksiamme nopeammin. P/E-lukua tosin nostaa korkeat korkokulut tällä hetkellä. Toisaalta se myös huomioi varsin suuret korkokulut. Käyttökate taas kuvastaisi kannattavuus- ja kassavirtapotentiaalia tilanteessa, jossa yhtiön tuotekehityksen pienensivät suhteessa poistoihin. Toistaiseksi jätämme kuitenkin käyttökateen vähemmälle huomiolle, sillä ohjelmistoliiketoiminnan kasvu on aivan yhtiön strategian keskiössä.

Näin katsomme arvostuskertoimia ”yleisesti” enemmän kokonaisuutena. Vuoden 2023e tuloskerroimet ovat heikon tuloskunnan myötä negatiiviset ja yhä vuonna 2024e tuloskerroimet pysyvät erittäin kireinä kannattavuuskäänteessä ollessa selkeästi kesken (oik. EV/EBIT: 18x ja P/E 38x). Vastaavat EV/Liikevaihto-kertoimet ovat 0,71x ja 0,68x. Nämä tasot ovat sen sijaan mielestämme jo maltilliset suhteessa; 1) yhtiön kasvu- ja kannattavuuspotentiaaliin, 2) jatkuvaan ohjelmistoliikevaihtoon ja 3) laskeneeseen riskitasoon parantuneen rahoitusaseman myötä.

Arvostustaso	2023e	2024e	2025e
Osakekurssi	1,20	1,20	1,20
Osakemäärä, milj. kpl	19,4	19,4	19,4
Markkina-arvo	23	23	23
Yritysarvo (EV)	43	40	38
P/E (oik.)	neg.	38,4	11,2
P/E	4,4	8,9	11,2
P/Kassavirta	1,8	6,2	6,9
P/B	0,8	0,8	0,7
P/S	0,4	0,4	0,4
EV/Liikevaihto	0,7	0,7	0,6
EV/EBITDA (oik.)	8,0	5,5	4,4
EV/EBIT (oik.)	neg.	17,5	9,8
Osinko/tulos (%)	0 %	22 %	65 %
Osinkotuotto-%	0,0 %	2,5 %	5,8 %

Lähde: Inderes

Arvonmääritys 2/4

Suhteellisesti tulokset ovat luonnollisesti selkeästi yli suomalaisten verrokkien ja pohjoismaisten palveluyhtiöverrokkien. Vuosien 2023-24 EV/Liikevaihto-kertoimet ovat keskimäärin 25-20 % alle suomalaisten ja 35-30 % alle pohjoismaisten verrokkien. Hyväksymme yhtiölle nykyisessä tilanteessa suomalaisiin verrokkeihin nähden hieman matalamman liikevaihtopohjaisen arvostuksen, mutta nykyinen alennus on mielestämme ylimitoitettu. Arvostusta tukee jatkuvan skaalautuvan ohjelmistoliikevaihdon merkittävä osuus, mutta laskee nykyisten ongelmien kestoon liittyvä epävarmuus sekä verrokkeja heikompi historiallinen kasvu- ja kannattavuuskehitys. Lisäksi ERP-liiketoimintamyynnin jälkeen jäljelle jäävän Retail & Commerce –liiketoiminnan kannattavuuteen liittyvä epävarmuutta. Verrokkiryhmän arvostus on mielestämme tällä hetkellä myös jo suhteellisen matalalla tasolla. Kokonaisuutena pidämme yhtiön liikevaihtopohjaista arvostusta varovaisen houkuttelevana.

Osien summa

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 voimakkaita synergioita, mutta tuoteliiketoiminta saa osittain vielä myyntitukea palveluliiketoiminnan maantieteellisestä läsnäolosta. Utilities-liiketoiminta on hyvin selkeästi Solteqin strategian keskiössä ja arvioimme Solteqin todennäköisesti irtautuvan useammista kypsän vaiheen ohjelmistoliiketoiminnoista ja mahdollisesti myös hieman pidemmällä aikavälillä laajemmin Retail & Commerce -liiketoiminnoista. Tämän vuoksi osien

summa –menetelmä, joka kuvaa liiketoiminnoissa piilevää potentiaalia on mielestämme varsin käyttökelpoinen Solteqin tapauksessa ja arvон purkautumiselle on useampia reittejä.

Konservatiivisesti laaditun osien summa laskelman ala-laita asettuu 1,07 euroon/osake, joka vastaa lähes nykykurssitasoa. Ylälaita sen sijaan asettuu 2,48 euroon ja keskiarvo 1,78 euroon. Näin osien summa menetelmä tukee selvästi osakkeen nykyistä arvostusta. Voisikin todeta, että nykytasolla osakkeeseen on jo hinnoiteltu varsin heikko tulevaisuus.

Osien summan taustat

Jaamme osien summa laskelmamme molempien segmenttien arvonmäärityksen kahteen osaan: 1) jatkuvaan liikevaihtoon omista ohjelmistoista ja 2) palvelu- sekä muu ohjelmisto- ja laiteliikevaihtoon (Utilities tapauksessa kertaluonteinen ohjelmisto- ja laiteliikevaihto). 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 liikevaihtoennusteisimme, koska ne ovat puhtaita liiketoimintamyynnistä, olemme jo kuluvaan vuoden puolivälissä ja Utilities-liiketoiminnan H1'23 on vielä poikkeuksellisen vaikea. Lisäksi ennusteemme ovat suhteellisen konservatiivisia molemmille liiketoiminnoille. Nettovelan arvona käytämme vuoden 2023 ennustettamme, koska se huomioi liiketoimintamyynnistä saatavan kauppasumman.

Arvostus, Retail & Commerce	2024e
Jatkuva liikevaihto omista ohjelmistoista, MEUR	6,6
Arvostus ala-laita, 1x liikevaihto	6,6
Arvostus ylä-laita, 2x liikevaihto	13,2
Muu liikevaihto	37,6
Arvostus ala-laita, 0,6x liikevaihto	22,6
Arvostus ylä-laita, 0,8x liikevaihto	30,1
Retail & Commerce yhteensä, keskiarvo	36,2
Arvostus yhteensä, ala-laita	29,2
Arvostus yhteensä, ylä-laita	43,3

Arvostus, Utilities	2024e
Jatkuva liikevaihto omista ohjelmistoista	5,0
Arvostus ala-laita, 1x liikevaihto	5,0
Arvostus ylä-laita, 3x liikevaihto	15,0
Muu liikevaihto	10,2
Arvostus ala-laita, 0,6x liikevaihto	6,1
Arvostus ylä-laita, 0,9x liikevaihto	9,2
Utilities keskiarvo	17,7
Arvostus yhteensä, ala-laita	11,1
Arvostus yhteensä, ylä-laita	24,2

Arvostus, Konserni	2024e
Konserni yritysarvo keskiarvo	53,9
Yritysarvo ala-laita	40,3
Yritysarvo ylä-laita	67,5
Nettovelka-ennuste, 2023e	19,5
Markkina-arvo keskiarvo	34,4
Markkina-arvo ala-laita	20,8
Markkina-arvo ylä-laita	48,0
Markkina-arvo per osake keskiarvo	1,78
Markkina-arvo ala-laita	1,07
Markkina-arvo ylä-laita	2,48

Arvonmääritys 3/4

Retail & Commerce. Arvotamme oman jatkuvan ohjelmistoliikevaihdon 1-2x liikevaihtokertoimella. Konservatiivisia oletuksiamme perusteleen ohjelmistoliikevaihdon kypsän vaiheen ohjelmistojen suuri osuus. Arvioimme näiden olevan kannattavia, mutta samanaikaisesti kannattavuuteen ei ole tarkempaa näkyvyyttä ja mahdollisen divestoinnin yhteydessä arvostus voisi asettua tälle haarukalle. Alalaidan 1x liikevaihto on hyvin konservatiivinen, mutta olemme ottaneet varovaisen linjan, sillä koko segmentin kannattavuus on heikolla tasolla tällä hetkellä ilman pois myytyä liiketoimintaa. Muun liikevaihdon (palvelu- sekä muu ohjelmisto- ja laitemyynti) arvotamme 0,6x-0,8x –haarukalla. Haarukan ylälaita vastaa EV/EBIT 10x-kerrointa mikäli Solteq pääsisi segmentissä tavoittelemaansa 8 %:n liikevoittomarginaaliin. Tulokäänteen tuella hyväksytyssä arvostustasossa olisi nousuvaraa. Näillä menetelmillä segmentin yritysarvo olisi välillä 29-43 MEUR.

Utilities. Arvotamme oman jatkuvan ohjelmistoliikevaihdon 1-3x liikevaihtokertoimella. Alalaidan 1x liikevaihto on hyvin konservatiivinen, mutta nykytilanteessa ongelmien kestoon yhä liittyessä epävarmuutta, mielestämme perusteltu. Ongelmien selvityksessä näemme hyväksytyin arvostushaarukan sekä ylä- että alalaidoissa nousuvaraa. Muun liikevaihdon (palvelu- sekä kertaluonteinen ohjelmisto- ja laitemyynti) arvotamme 0,6x-0,9x –haarukalla. Toinen hyväksytyä arvostusta nostava tekijä olisi merkit kansainvälistymisen onnistumisesta. Näillä menetelmillä Utilities-segmentin yritysarvo olisi välillä 11-24 MEUR. Haarukka on leveä ja liiketoiminnan päästessä lähemmäs tavoiteltuja kasvu- ja kannattavuustasoja, olisi sen arvo tätä vielä selkeästi korkeampi.

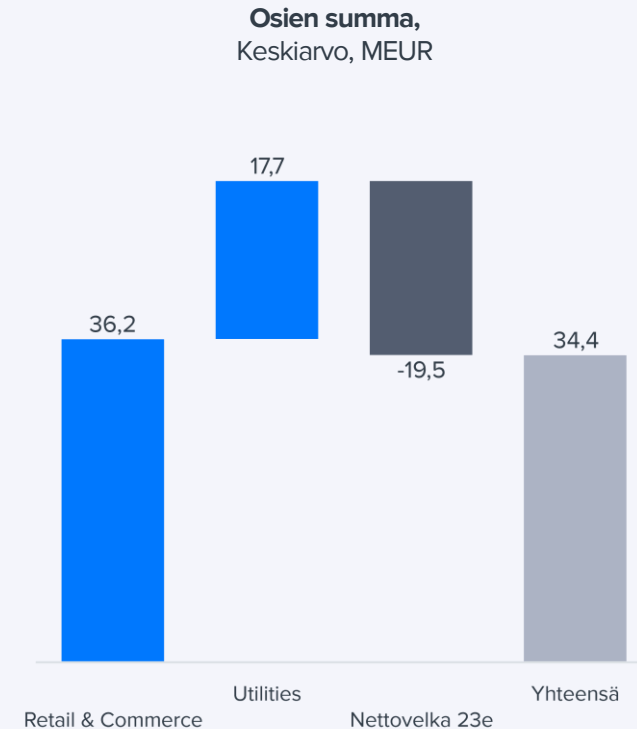
DCF antaa myös selkeää tukea näillä tasoilla

Konservatiivisin oletuksin laadittu DCF-mallimme antaa arvoksi 1,59e osakkeelta. Olemme käyttäneet 10,4 %:n tuottovaatimusta (WACC) ja oman pääoman tuottovaatimuksena 11,3 %. Terminaalikannattavuutena olemme käyttäneet 8 %:n liikevoittomarginaalia, mikä olisi nähdäksemme konservatiivinen taso mikäli transformaatio vielä vahvemmin ohjelmistotaloksi onnistuu. Vuosille 2025-2032 ennustamme keskimäärin 4 %:n vuotuista kasvua ja terminaalikasvuna käytämme 2 %:a.

Verrokkiryhmän kuvaus

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

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 tulokasvuun ja sille voidaan hyväksyä myös asteittain ”jälleen” korkeampia arvostuskertoimia.



Arvonmääritys 4/4

Ohjelmistoyhtiöihin verrattuna Solteqin jatkuvan omiin tuotteisiin perustuvan ohjelmistoliikevaihdon osuus konsernin liikevaihdosta on "vain" noin 20 %. Kasvu on arviomme mukaan ollut varsin hyvällä tasolla, mutta suhteellisen merkittävä osa tästä liikevaihdosta on myös kypsässä elinkaaren vaiheessa olevia hitaasti kasvavia ohjelmistoja.

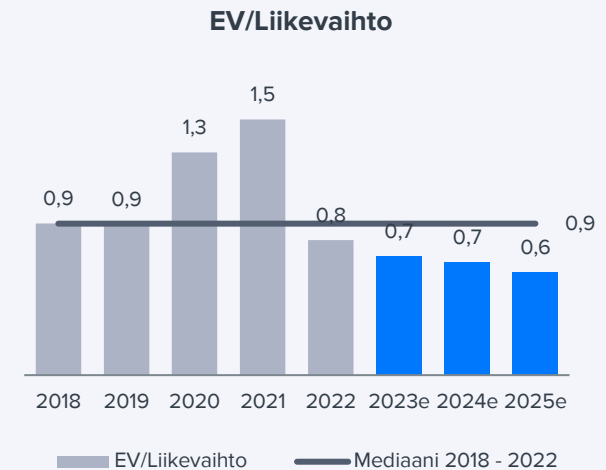
Verrokkiryhmässä olemme käyttäneet Inderesin ennusteita seuraamissamme IT-palveluyhtiöissä, mikä huomioi verrokkien liikearvopoistot ja PPA-poistot sekä parantaa vertailukelpoisuutta suomalaisten IT-palveluyhtiöiden välillä. Hyväksymme yhtiölle nyt sektorin arvostustason, sillä yhtiön riskiprofiili,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

Arvonmäärityksen yhteenveto

Solteq on profiilitaan selkeä käännetyhtiö ja nykyhetkessä yhtiön arvonmääritykseen liittyy merkittävästi epävarmuutta, koska tuloksen antamaa tukea joudutaan odottamaan useamman vuoden päähän. Liiketoimintamyynä laski yhtiön velkaantuneisuuden jälleen kohtuulliselle tasolle ja pudotti yhtiön riskitasoa. Absoluuttisesti arvostus on varsin matala liikevaihtoon suhteutettuna kasvu- ja kannattavuuspotentiaali sekä pääomakevyt liiketoimintamalli huomioiden. Verrokkeihin nähden arvostus on tällä hetkellä kireä vuosien 2023-2024 tuloskertomilla, mutta liikevaihtopohjaisesti matala. Myös historialliseen tasoon nähden liikevaihtopohjainen arvostus on matala. Konservatiivisesti laadituilla osien summa- ja DCF-menetelmillä yhtiön käypä arvo on selvästi yli nykykurssin. Riski alaspäin nykytasolta onkin mielestämme varsin hyvin rajattu.

Toistamme 1,4 euron tavoitehintamme ja päivitämme

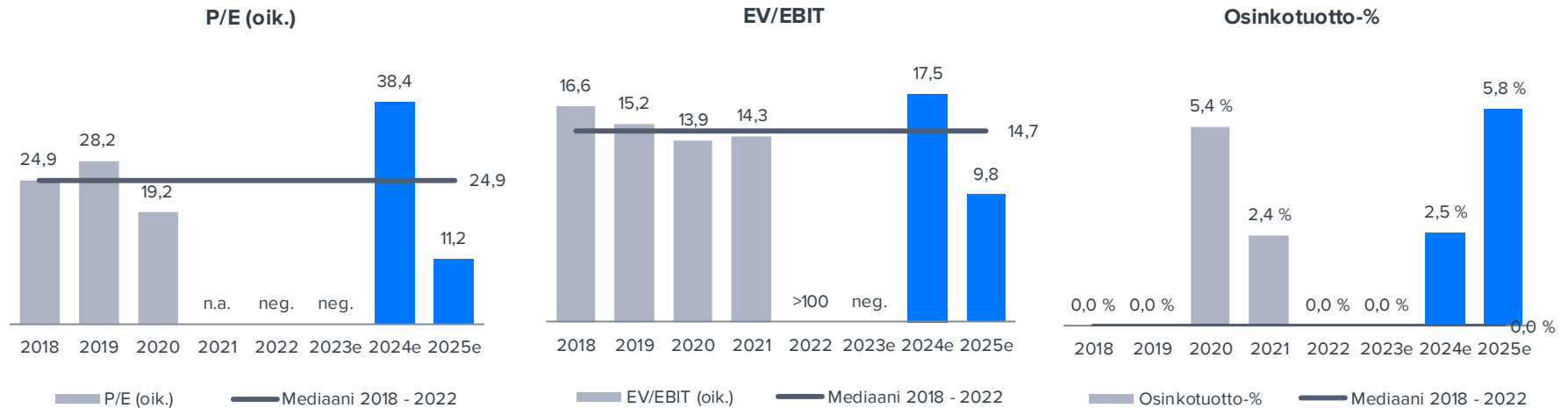
suosituksemme lisää-tasolle kurssilaskun sekä laskeneen riskiprofiilin myötä. Nykyisellä kurssitasolla riskituotto-suhde onkin mielestämme jälleen kääntynyt houkuttelevaksi. Potentiaalisia merkittäviä kurssiajureita voisivat nähdäksemme olla vahvistuva kannattavuus, Utilities-ongelmien selviäminen ja liikevaihdon kääntyminen jälleen kasvuun, kassavirran kääntyminen jälleen selkeästi positiiviseksi, uudet merkittävät sopimusvoitot (erityisesti Utilities-segmentissä) ja liiketoimintojen divestoinnit. Merkittävimmät riskit sen sijaan liittyvät Utilities ongelmien pitkittymiseen ja Retail & Commerce – jäljelle jäävän liiketoiminnan ennakoitua heikompaan kuntoon sekä vaikeaan markkinatilanteeseen.



Arvostustaulukko

Arvostustaso	2018	2019	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e	2026e
Osaakekurssi	1,30	1,49	2,80	4,11	1,23	1,20	1,20	1,20	1,20
Osakemäärä, milj. kpl	19,3	19,3	19,3	19,4	19,4	19,4	19,4	19,4	19,4
Markkina-arvo	25	29	54	80	24	23	23	23	23
Yritysarvo (EV)	52	53	81	106	55	43	40	38	37
P/E (oik.)	24,9	28,2	19,2	n.a.	neg.	neg.	38,4	11,2	8,2
P/E	70,5	10,2	27,3	19,4	neg.	4,4	8,9	11,2	8,2
P/Kassavirta	neg.	7,0	neg.	17,2	neg.	1,8	6,2	6,9	5,7
P/B	1,2	1,2	2,0	2,8	1,1	0,8	0,8	0,7	0,7
P/S	0,4	0,5	0,9	1,2	0,3	0,4	0,4	0,4	0,4
EV/Liikevaihto	0,9	0,9	1,3	1,5	0,8	0,7	0,7	0,6	0,6
EV/EBITDA (oik.)	10,8	5,4	7,8	8,6	10,0	8,0	5,5	4,4	3,9
EV/EBIT (oik.)	16,6	15,2	13,9	14,3	>100	neg.	17,5	9,8	7,7
Osinko/tulos (%)	0,0 %	0,0 %	146,3 %	47,3 %	0,0 %	0,0 %	22,3 %	65,4 %	50,0 %
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	5,4 %	2,4 %	0,0 %	0,0 %	2,5 %	5,8 %	6,1 %

Lähde: Inderes



Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Markkina-arvo MEUR	Yritysarvo MEUR	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%	
			2023e	2024e	2023e	2024e	2023e	2024e	2023e	2024e	2023e	2024e
Digia*	168	180	9,2	7,8	7,6	6,6	1,0	0,9	11,5	10,0	3,0	3,2
Digital Workforce*	59	44	52,5	17,5	37,6	15,3	1,4	1,1	85,8	28,1		
Gofore*	415	385	13,4	11,6	12,4	10,7	2,0	1,7	18,1	16,7	1,9	2,2
Loihde*	73	53	17,2	8,0	5,7	3,7	0,4	0,3	29,7	14,0	2,4	2,5
Innofactor*	44	53	8,8	7,6	6,0	5,3	0,7	0,6	10,1	9,2	5,7	6,5
Netum Group*	41	43	11,5	9,8	10,7	9,1	1,2	1,1	14,0	12,4	4,1	4,3
Nixu*	97	98	25,5	18,7	19,1	15,2	1,5	1,3	36,1	25,9		
Silli Solutions*	127	117	8,8	7,2	7,0	5,9	0,9	0,8	13,3	11,4	1,9	2,4
Tietoevry*	3060	3653	9,1	8,3	7,8	7,2	1,2	1,1	10,3	9,6	5,8	6,0
Vincit*	76	64	7,1	5,6	6,6	5,3	0,6	0,5	11,0	9,2	3,7	4,3
Witted Megacorp*	50	41	57,1	8,8	53,3	8,7	0,6	0,4	68,4	14,1		
Bouvet	615	632	17,0	15,6	14,2	13,3	2,1	2,0	21,7	20,0	4,0	4,4
Knowit	435	526	13,5	11,6	7,6	7,0	0,8	0,8	16,8	14,1	4,3	4,3
Netcompany Group	1924	2167	19,6	16,3	14,9	13,0	2,7	2,4	23,5	18,3	0,5	1,0
Admicom*	206	200	16,1	14,5	15,9	14,3	6,0	5,5	21,2	19,5	2,9	3,2
Basware*	580	634	53,0	38,7	22,7	19,2	3,7	3,5	95,7	57,6		
Efecte*	68	67		51,6	532,2	33,4	2,6	2,3		57,1		
Heeros*	23	25	32,3	21,0	10,2	8,3	2,2	1,9	37,9	24,8		
Leaddesk*	51	54	38,2	19,6	13,0	9,2	1,8	1,6	123,9	27,3		
Qt Group*	2141	2118	41,4	30,2	39,0	29,6	10,9	8,3	50,0	37,5		
Lime Technologies AB	326	340	35,1	29,7	22,1	19,9	7,0	6,1	45,9	37,1	1,1	1,2
Upsales Technology AB	79	73	24,9	18,8	19,7	14,9	5,0	3,9	33,9	25,3	2,2	2,4
Carasent ASA	110	53	615,5	16,2	16,2	8,1	2,4	2,1	213,3	55,2		
FormPipe Software AB	121	121	31,8	19,4	12,9	10,2	2,7	2,4	41,9	25,2	1,2	1,5
Solteq (Inderes)	23	43	-562,4	17,5	8,0	5,5	0,71	0,68	-20,7	38,4	0,0	2,5
Keskiarvo			49,0	17,3	36,8	12,0	2,5	2,2	43,5	23,6	3,0	3,3
Mediaani pohjoismaiset IT-palveluyhtiöt			13,4	9,3	9,2	7,9	1,1	1,0	17,4	14,0	3,7	4,3
<i>Erotus-% vrt. mediaani</i>			-4292 %	89 %	-13 %	-30 %	-34 %	-29 %	-219 %	174 %	-100 %	-41 %
Mediaani suomalaiset IT-palveluyhtiöt			11,5	8,3	7,8	7,2	0,95	0,85	14,0	12,4	3,4	3,8
<i>Erotus-% vrt. mediaani</i>			-4999 %	111 %	3 %	-23 %	-25 %	-20 %	-248 %	210 %	-100 %	-33 %
Mediaani pohjoismaisia ohjelmistoyhtiötä			35,1	20,3	17,9	14,6	3,2	2,9	45,9	32,2	1,7	2,0
<i>Erotus-% vrt. mediaani</i>			-1704 %	-14 %	-55 %	-62 %	-78 %	-77 %	-145 %	19 %	-100 %	27 %

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

Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2020	2021	Q1'22	Q2'22	Q3'22	Q4'22	2022	Q1'23	Q2'23e	Q3'23e	Q4'23e	2023e	2024e	2025e	2026e
Liikevaihto	60,5	69,1	19,2	17,9	14,4	16,9	68,4	16,9	15,6	12,4	15,3	60,2	59,4	62,7	65,9
Retail & Commerce	41,6	44,3	11,8	11,4	8,6	10,3	42,1	13,4	12,2	9,2	11,3	46,1	44,2	46,0	47,8
Utilities	18,8	24,8	7,4	6,6	5,7	6,6	26,3	3,5	3,4	3,2	4,0	14,1	15,2	16,7	18,1
Käyttökate	10,4	12,3	2,7	1,8	0,8	0,3	5,6	1,3	9,3	1,3	1,5	13,3	9,8	8,7	9,4
Poistot ja arvonalennukset	-5,0	-5,1	-1,3	-1,4	-5,8	-1,5	-10,0	-1,4	-1,4	-1,4	-1,4	-5,4	-5,0	-4,7	-4,6
Liikevoitto ilman kertaeriä	5,8	7,4	1,6	0,6	-0,5	-1,2	0,5	-0,1	-0,1	0,0	0,1	-0,1	2,3	3,9	4,8
Liikevoitto	5,4	7,1	1,4	0,4	-5,0	-1,2	-4,4	-0,1	7,9	0,0	0,1	7,9	4,8	3,9	4,8
Retail & Commerce	3,1	5,6	1,5	1,3	0,1	0,3	3,2	1,2	0,6	0,3	0,3	2,4	2,0	2,8	3,3
Utilities	2,2	1,6	-0,1	-0,9	-5,1	-1,5	-7,6	-1,3	-0,7	-0,3	-0,2	-2,5	0,3	1,2	1,4
Nettorahoituskulut	-2,6	-1,9	-0,4	-0,5	-0,4	-0,8	-2,2	0,4	-0,6	-0,5	-0,5	-1,2	-1,5	-1,3	-1,2
Tulos ennen veroja	2,7	5,2	1,0	-0,1	-5,5	-2,0	-6,6	0,4	7,3	-0,5	-0,4	6,8	3,3	2,6	3,6
Verot	-0,8	-1,1	-0,2	0,0	1,0	0,4	1,2	-0,1	-1,5	0,1	0,1	-1,5	-0,7	-0,5	-0,7
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	2,0	4,1	0,8	-0,1	-4,4	-1,7	-5,4	0,2	5,8	-0,4	-0,3	5,3	2,6	2,1	2,9
EPS (oikaistu)	0,15	0,23	0,05	0,00	0,00	-0,09	-0,03	0,01	-0,03	-0,02	-0,01	-0,06	0,03	0,11	0,15
EPS (raportoitu)	0,10	0,21	0,04	0,00	-0,23	-0,09	-0,28	0,01	0,30	-0,02	-0,01	0,27	0,13	0,11	0,15
Tunnusluvut	2020	2021	Q1'22	Q2'22	Q3'22	Q4'22	2022	Q1'23	Q2'23e	Q3'23e	Q4'23e	2023e	2024e	2025e	2026e
Liikevaihdon kasvu-%	3,7 %	14,2 %	10,7 %	-3,0 %	-3,7 %	-7,5 %	-0,9 %	-12,1 %	-13,0 %	-13,8 %	-9,6 %	-12,1 %	-1,2 %	5,5 %	5,1 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%		28,2 %	-31,1 %	-76,3 %	-141,7 %	-184,4 %	-93,7 %	-105,8 %	-113,7 %	-91,9 %	-111,5 %	-116,3 %	-3117,4 %	71,3 %	22,0 %
Käyttökate-%	17,2 %	17,8 %	14,1 %	9,9 %	5,5 %	1,6 %	8,1 %	7,6 %	59,4 %	10,6 %	9,7 %	22,2 %	16,5 %	13,8 %	14,2 %
Oikaistu liikevoitto-%	9,6 %	10,7 %	8,2 %	3,3 %	-3,5 %	-7,1 %	0,7 %	-0,5 %	-0,5 %	-0,3 %	0,9 %	-0,1 %	3,9 %	6,3 %	7,3 %
Nettotulos-%	3,3 %	5,9 %	4,1 %	-0,5 %	-31,0 %	-9,8 %	-7,9 %	1,2 %	37,0 %	-3,5 %	-1,9 %	8,8 %	4,4 %	3,3 %	4,3 %

Lähde: Inderes

Tase

Vastaavaa	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Pysyvät vastaavat	60,3	61,1	52,5	52,5	52,5
Liikearvo	42,3	46,5	39,5	39,5	39,5
Aineettomat hyödykkeet	12,1	9,1	8,9	8,9	8,9
Käyttöomaisuus	5,3	3,4	3,4	3,4	3,4
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	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3
Laskennalliset verosaamiset	0,0	1,4	0,0	0,0	0,0
Vaihtuvat vastaavat	15,5	13,3	15,4	13,7	14,5
Vaihto-omaisuus	0,2	0,1	0,1	0,1	0,1
Muut lyhytaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Myyntisaamiset	11,7	11,1	10,8	10,7	11,3
Likvidit varat	3,6	2,1	4,5	3,0	3,1
Taseen loppusumma	75,8	74,3	67,9	66,2	67,0

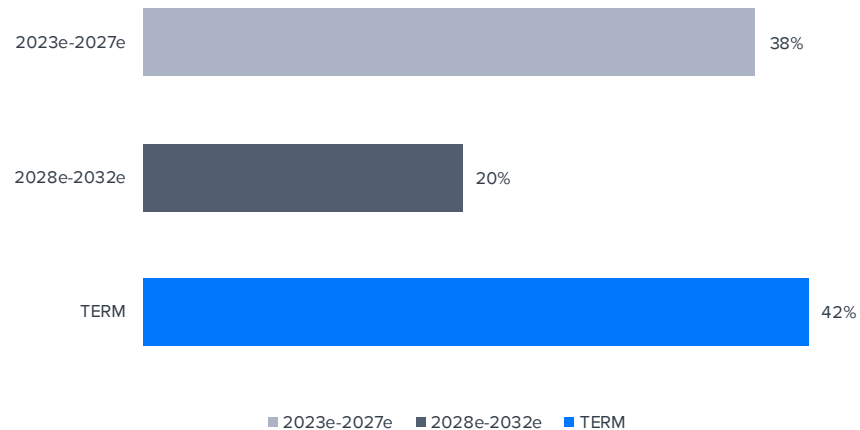
Lähde: Inderes

Vastattavaa	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Oma pääoma	28,0	22,5	27,8	30,4	31,9
Osakepääoma	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0
Kertyneet voittovarot	13,7	8,2	13,5	16,1	17,6
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	0,0	0,1	0,1	0,1	0,1
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	28,2	26,7	23,8	17,6	16,5
Laskennalliset verovelat	0,7	0,8	0,8	0,8	0,8
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lainat rahoituslaitoksilta	27,5	25,9	23,0	16,8	15,7
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0
Lyhytaikaiset velat	19,6	25,1	16,3	18,2	18,6
Lainat rahoituslaitoksilta	2,0	7,6	1,0	3,1	2,6
Lyhytaikaiset korottomat velat	17,6	17,5	15,3	15,2	16,0
Muut lyhytaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Taseen loppusumma	75,8	74,3	67,9	66,2	67,0

DCF-laskelma

DCF-laskelma	2022	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	-0,9 %	-12,1%	-1,2 %	5,5 %	5,1%	5,0 %	5,0 %	4,0 %	4,0 %	4,0 %	2,0 %	2,0 %
Liikevoitto-%	-6,4 %	13,2 %	8,1%	6,3 %	7,3%	8,0 %	8,0 %	8,0 %	8,0 %	8,0 %	8,0 %	8,0 %
Liikevoitto	-4,4	7,9	4,8	3,9	4,8	5,5	5,8	6,0	6,3	6,5	6,7	
+ Kokonaispoistot	10,0	5,4	5,0	4,7	4,6	4,3	4,1	4,2	4,2	4,2	4,2	
- Maksetut verot	-0,1	-0,1	-0,7	-0,5	-0,7	-0,9	-1,0	-1,1	-1,1	-1,2	-1,2	
- verot rahoituskuluista	-0,4	-0,3	-0,3	-0,3	-0,2	-0,2	-0,2	-0,1	-0,1	-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	0,6	-1,8	-0,1	0,2	0,2	0,2	0,3	0,2	0,2	0,2	0,1	
Operatiivinen kassavirta	5,6	11,1	8,8	8,1	8,6	9,0	9,0	9,2	9,5	9,7	9,7	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	-9,4	1,8	-5,0	-4,7	-4,6	-4,3	-4,1	-4,2	-4,2	-4,2	-4,2	
Vapaa operatiivinen kassavirta	-3,6	12,9	3,8	3,4	4,1	4,7	4,9	5,1	5,3	5,5	5,5	
+/- Muut	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	-3,6	12,9	3,8	3,4	4,1	4,7	4,9	5,1	5,3	5,5	5,5	66,6
Diskontattu vapaa kassavirta		12,1	3,2	2,6	2,9	3,0	2,8	2,6	2,5	2,3	2,1	25,9
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		62,1	49,9	46,7	44,1	41,2	38,3	35,4	32,8	30,3	28,0	25,9
Velaton arvo DCF		62,1										
- Korolliset velat		-33,5										
+ Rahavarat		2,1										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		0,0										
Oman pääoman arvo DCF		30,6										
Oman pääoman arvo DCF per osake		1,6										

Rahavirran jakauma jaksoittain



Pääoman kustannus (WACC)

Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	15,0 %
Vieraan pääoman kustannus	6,0 %
Yrityksen Beta	1,65
Markkinoiden riski-preemio	4,75 %
Likviditeettipreemio	1,00 %
Riskitön korko	2,5 %
Oman pääoman kustannus	11,3 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	10,4 %

Lähde: Inderes

Yhteenveto

Tuloslaskelma	2020	2021	2022	2023e	2024e	Osakekohtaiset luvut	2020	2021	2022	2023e	2024e
Liikevaihto	60,5	69,1	68,4	60,2	59,4	EPS (raportoitu)	0,10	0,21	-0,28	0,27	0,13
Käyttökate	10,4	12,3	5,6	13,3	9,8	EPS (oikaistu)	0,15	0,23	-0,03	-0,06	0,03
Liikevoitto	5,4	7,1	-4,4	7,9	4,8	Operat. kassavirta / osake	0,53	0,62	0,29	0,57	0,45
Voitto ennen veroja	2,7	5,2	-6,6	6,8	3,3	Vapaa kassavirta / osake	-0,03	0,24	-0,19	0,66	0,20
Nettovoitto	2,0	4,1	-5,4	5,3	2,6	Omapääoma / osake	1,37	1,44	1,16	1,43	1,57
Kertaluontoiset erät	-0,4	-0,3	-4,9	8,0	2,5	Osinko / osake	0,15	0,10	0,00	0,00	0,03
Tase	2020	2021	2022	2023e	2024e	Kasvu ja kannattavuus	2020	2021	2022	2023e	2024e
Taseen loppusumma	74,7	75,8	74,3	67,9	66,2	Liikevaihdon kasvu-%	4 %	14 %	-1 %	-12 %	-1 %
Oma pääoma	26,5	28,0	22,5	27,8	30,4	Käyttökateen kasvu-%	7 %	18 %	-55 %	140 %	-27 %
Liikearvo	38,9	42,3	46,5	39,5	39,5	Liikevoiton oik. kasvu-%	67 %	28 %	-94 %	-116 %	-3117 %
Nettovelat	26,5	25,9	31,4	19,5	16,9	EPS oik. kasvu-%	175 %	55 %	-112 %	112 %	-154 %
Kassavirta	2020	2021	2022	2023e	2024e	Käyttökate-%	17,2 %	17,8 %	8,1 %	22,2 %	16,5 %
Käyttökate	10,4	12,3	5,6	13,3	9,8	Oik. Liikevoitto-%	9,6 %	10,7 %	0,7 %	-0,1 %	3,9 %
Nettokäyttöpääoman muutos	1,4	1,1	0,6	-1,8	-0,1	Liikevoitto-%	8,8 %	10,3 %	-6,4 %	13,2 %	8,1 %
Operatiivinen kassavirta	10,2	12,0	5,6	11,1	8,8	ROE-%	7,8 %	15,0 %	-21,4 %	20,9 %	9,0 %
Investoinnit	-5,7	-7,3	-9,4	1,8	-5,0	ROI-%	9,7 %	12,3 %	-7,8 %	14,7 %	9,4 %
Vapaa kassavirta	-0,6	4,6	-3,6	12,9	3,8	Omavaraisuusaste	35,5 %	36,9 %	30,3 %	41,0 %	45,9 %
						Nettovelkaantumisaste	99,9 %	92,6 %	139,4 %	70,0 %	55,6 %
Arvostuskertoimet	2020	2021	2022	2023e	2024e						
EV/Liikevaihto	1,3	1,5	0,8	0,7	0,7						
EV/EBITDA (oik.)	7,8	8,6	10,0	8,0	5,5						
EV/EBIT (oik.)	13,9	14,3	>100	neg.	17,5						
P/E (oik.)	19,2	18,2	neg.	neg.	38,4						
P/B	2,0	2,8	1,1	0,8	0,8						
Osinkotuotto-%	5,4 %	2,4 %	0,0 %	0,0 %	2,5 %						

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 (välttämät 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 käsitellä 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 käytettävää neuvonantajia. Asiakas vastaa sijoituspäätöksensä tekemisestä ja niiden taloudellisesta tuloksesta.

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

Inderes antaa seuraamilleen osakkeille tavoitehinnan. Inderesin käyttämä suositusmetodologia perustuu osakkeen 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 yhtiössä. 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 liiketoiminnassaan pyrkiä toimeksiantosuhteisiin eri liikkeeseenlaskijoiden kanssa Inderesin tai sen yhteistyökumppanien tarjoamien palveluiden osalta. Inderes voi siten olla suorassa tai epäsuorassa sopimussuhteessa tutkimuksen kohteena olevaan liikkeeseenlaskijaan. Inderes voi yhdessä yhteistyökumppaneineen tarjota liikkeeseen laskijoille 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.

Suositushistoria (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
30/10/2019	Vähennä	1,45 €	1,41 €
25/02/2020	Vähennä	1,45 €	1,45 €
28/02/2020	Vähennä	1,30 €	1,33 €
05/04/2020	Vähennä	1,00 €	1,00 €
04/05/2020	Vähennä	1,10 €	1,08 €
14/08/2020	Lisää	1,60 €	1,47 €
30/10/2020	Osta	2,00 €	1,59 €
08/12/2020	Vähennä	3,00 €	3,00 €
03/02/2021	Lisää	3,40 €	2,96 €
26/02/2021	Osta	4,80 €	4,04 €
02/03/2021	Osta	5,60 €	4,84 €
30/04/2021	Osta	7,00 €	6,08 €
13/08/2021	Lisää	7,50 €	6,80 €
29/10/2021	Osta	6,00 €	4,57 €
18/02/2022	Lisää	4,60 €	3,92 €
29/04/2022	Osta	4,60 €	3,23 €
26/05/2022	Lisää	3,00 €	2,66 €
12/08/2022	Lisää	2,30 €	1,99 €
28/10/2022	Lisää	1,40 €	1,19 €
17/02/2023	Vähennä	1,40 €	1,40 €
03/05/2023	Vähennä	1,40 €	1,29 €
05/05/2023	Vähennä	1,40 €	1,26 €
12/06/2023	Lisää	1,40 €	1,20 €

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 pörssiyrityksien tarpeisiin ratkaisuja, joiden avulla voidaan tehdä tehokasta ja oikeat kohderyhmät tavoitettavaa sijoittajaviestintää. Liikevaihdostamme suurin osa muodostuu pörssiyrityksiä asiakkailta, 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.**