

# Solteq

## Yhtiöpäivitys

16/5/2019

- Pidämme ennustemme ennallaan ja toistamme Solteqin 1,5 euron tavoitehinnan ja vähennä-suosituksen
- Kävimme tapaamassa Solteqin johtoa ja saimme katsauksen yhtiön tuoteliiketoimintaan ja erityisesti kehityshankkeisiin
- Sijoitusprofiili muuttuu uuden tuoteliiketoiminnan myötä mielenkiintoisemmaksi
- Absoluuttinen ja suhteellinen arvostustaso on näkemyksemme mukaan edelleen neutraali

# Katsaus Solteqin tuoteliiketoimintaan

Kävimme tapaamassa Solteqin johtoa ja saimme katsauksen yhtiön tuoteliiketoimintaan ja erityisesti kehityshankkeisiin. Solteqin sijoitusprofiili on muuttumassa mielenkiintoisempaan suuntaan tuoteliiketoiminnan myötä. Yhtiö kiihdyttää tänä vuonna tuotekehityspanostuksiaan ja arvioimme trendin jatkuvan myös tulevina vuosina. Yhtiön tuotekehitysaihiot ovat mielenkiintoisia ja luovat osittain kokonaan uutta markkinaa. Näkyvyys uusien tuotteiden kaupalliseen läpimurtoon on kuitenkin vielä heikko ja seuraavat 12-24 kk tulevat arviomme mukaan olemaan kriittisiä tuotteiden läpimurron kannalta. Pidämme ennustemme ennallaan ja toistamme Solteqin 1,5 euron tavoitehinnan ja vähennä-suosituksen.

## Solteqin painopiste on muuttunut viimeisen parin vuoden aikana

Solteq on nykyisen johdon alaisuudessa alkanut reilut pari vuotta sitten muuttamaan liiketoimintaansa vahvemmin jatkuviin palveluihin ja erityisesti ohjelmisto- ja tuoteliiketoiminnan suuntaan. Ilman yhtiön tekemää muutosta kohti laajempaa digitaalista tarjontaa IT-palvelumarkkinan murros olisi iskenyt yhtiöön huomattavasti kovemmin. Yhtiön asiakaskuntaa ollaan viimeisen parin vuoden aikana saatu laajennettua useampiin asiakkuuksiin ja toimialoihin. Ilman yhtiön käynnistämää muutosta mm. Keskon tekemä konsolidaatio olisi vaikuttanut yhtiön liiketoimintaan huomattavasti pahemmin.

## Panostuksia tuoteliiketoimintaan

Nykyinen tuoteliiketoiminta vastaa noin 1/3 liikevaihdosta ja on pääosin jatkuvaa ohjelmisto- ja tuoteliiketoimintaa ja osittain käyttöönottoon liittyvää IT-palvelua. Solteq on viimeisten vuosien aikana panostanut voimakkaasti omaan ohjelmisto- ja tuoteliiketoimintaan. Koko vuonna 2019 Solteq odottaa T&K-panostusten kasvavan 3,5 MEUR:oon vastaten noin 6 % liikevaihdosta (2018: 2,3 MEUR tai 4 % liikevaihdosta). Yhtiön tärkeimmät uudet tuotteet, jotka ajavat yhtiön liikevaihdon ja kannattavuuden kehitystä keskipitkällä aikavälillä ovat Solteq Point of Commerce -ratkaisu ja robotiikkaratkaisut vähittäiskauppaan. Tuotteista yhtiö on panostanut eniten robotiikkaan, jossa on neitseellinen markkinapotentiaali. Olemme kuvanneet tuotteita tarkemmin sivuilla 4-5. Yhtiö ei vielä ole aloittanut tuotekehityspanostusten poistamista, mikä indikoi ettei näistä vielä tule merkittävää kassavirtaa. Ymmärryksemme mukaan tuotekehityspanostusten pitäisi alkaa kantaa hedelmää jo kuluvana vuonna ja esimerkiksi kaupan alan robottien kaupallistaminen pitäisi alkaa kesäkuun lopussa. Näkyvyys tuotteiden kaupallistamisen onnistumiseen on kuitenkin vielä heikko ja odotuksemme ovat varovaiset. Onnistuessaan ohjelmistoliiketoiminta luo ennusteisiimme sekä hyväksyttävään arvostuskertoimiin nousuvaraa.

## Sijoitusprofiili muuttuu uuden tuoteliiketoiminnan myötä mielenkiintoisemmaksi

Solteqin sijoitusprofiili on muuttumassa mielenkiintoisempaan suuntaan tuoteliiketoiminnan myötä. Lisäksi IT-palvelumarkkinan kilpailun kiristyessä nousee Solteqin jatkuvat palvelut ja aiempaa laajempi tarjooma entistä arvokkaampaan asemaan. Ennallaan olevilla ennusteillamme yhtiön 2019e EV/EBIT- ja P/E-kertoimet ovat 13x ja 12x. Vivutetun taseen (Q1'19 nettovelkaisuusaste ilman IFRS-16 vaikutusta 104 %) huomioiva EV/EBIT-kerroin on 5 % alle verrokkien ja P/E-kerroin 19 % alle verrokkien. Pidämme tulostuksemme pienä alennusta sektorin keskimääräiseen tasoon perusteltuna johtuen yhtiön muutosvaiheesta kohti tuoteliiketoimintaa, joka vaati vielä näyttöjä. Absoluuttinen arvostustaso on näkemyksemme mukaan myös edelleen neutraali.

## Analytytikot



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

## Suositus ja tavoitehintaa

### Vähennä

(aik. Vähennä)



**1,50 EUR**

(aik. 1,50 EUR)

Osakekurssi: 1,44 EUR

Potentiaali: 4,2 %

### Ohjeistus

(Ennallaan)

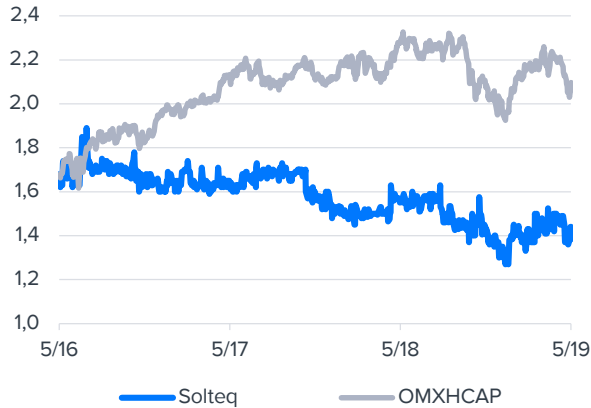
Solteq odottaa liikevoiton kasvavan selvästi vuoden 2018 tasosta.

## Avainluvut

	2018	2019e	2020e	2021e
<b>Liikevaihto</b>	56,9	59,2	62,1	64,6
<b>kasvu-%</b>	12 %	4 %	5 %	4 %
<b>EBIT oik.</b>	3,1	4,7	5,0	5,5
<b>EBIT-% oik.</b>	5,5 %	7,9 %	8,0 %	8,5 %
<b>Nettotulos</b>	0,4	2,2	2,6	3,1
<b>EPS (oik.)</b>	0,05	0,11	0,13	0,16

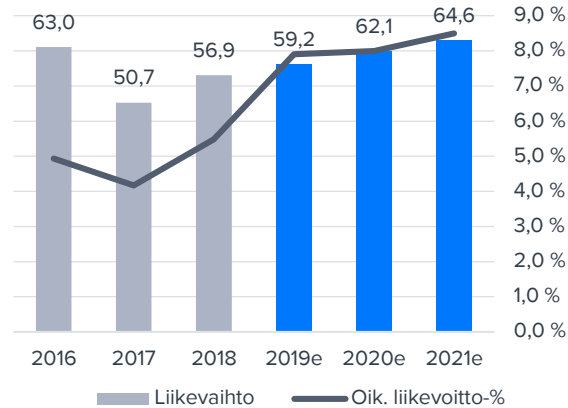
<b>P/E (oik.)</b>	24,9	12,7	10,8	9,1
<b>P/B</b>	1,2	1,2	1,1	1,0
<b>Osinkotuotto-%</b>	0,0 %	2,1 %	2,8 %	3,5 %
<b>EV/EBIT (oik.)</b>	16,6	11,5	10,7	9,3
<b>EV/EBITDA</b>	10,8	6,4	5,7	5,1
<b>EV/Liikevaihto</b>	0,9	0,9	0,9	0,8

## Osakekurssi



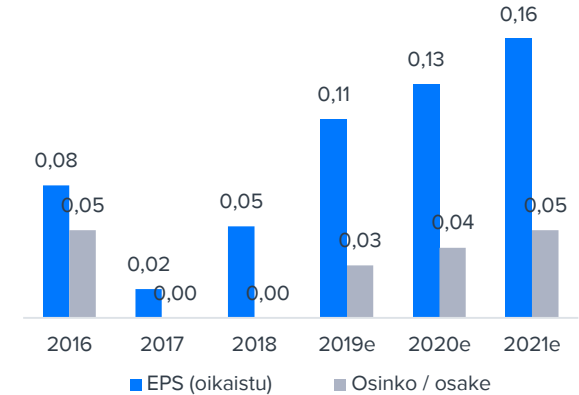
Lähde: Thomson Reuters

## Liikevaihto ja liikevoitto-%

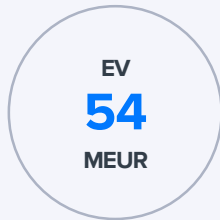


Lähde: Inderes

## Osakekohtainen tulos ja osinko



Lähde: Inderes



### Arvoajurit

- Tuoteliiketoiminnan onnistuminen
- Kannattavuusparannus
- Näkyvyyden parantuminen
- Orgaaninen ja yrityskauppavetoinen kasvu
- Myynnin rakenteen parantuminen
- Kassavirran parantuminen ja rahoituskustannusten keventäminen

### Riskitekijät

- Tulokäänteen epäonnistuminen
- Orgaanisen kasvun jääminen heikoksi
- Yrityskauppojen ja T&K-panostusten epäonnistuminen
- Korkea velkaisuus

### Arvostus

- Arvostus on näkemyksemme mukaan neutraali
- Pidämme pientä alennusta verrokkiryhmään perusteltuna, johtuen yhtiön muutosvaiheesta kohti tuoteliiketoimintaa, joka vaati vielä näyttöjä
- Rahoituskustannusten keventyminen toisi tulosvipua

# Solteqin ohjelmisto- ja tuoteliiketoiminta

Solteqin tuoteliiketoiminta vastaa noin 1/3 osaa liikevaihdosta. Nykyisestä tuoteportfoliosta suuri osa on arviomme mukaan vanhempaa ja osittain laskevaa tuoteliiketoiminta. Yhtiö panostaa tällä hetkellä voimakkaasti uusiin pilvipohjaisiin aaS-pohjaisiin tuotelähtöihin. Ymmärryksemme mukaan tuotteet sopivat myytäväksi myös kansainvälisesti. Useissa yhtiön uusissa tuotteissa on jo merkittävästi asiakkaita laskutuksessa. Robotiikassa odotetaan ensimmäisiä kaupallistuksia tänä vuonna. Solteq odottaa uusien tuotteiden tukevan liikevaihdon ja erityisesti kannattavuuden kehitystä jatkossa.

## Ohjelmisto- ja tuoteliiketoiminta

Solteq on nykyisen johdon alaisuudessa alkanut reilut pari vuotta sitten muuttamaan liiketoimintaansa vahvemmin digitalisiin ratkaisuihin ja erityisesti ohjelmisto- ja tuoteliiketoiminnan suuntaan.

Nykyinen tuoteliiketoiminta vastaa noin 1/3 liikevaihdosta ja on pääosin jatkuvaa ohjelmisto- ja tuoteliiketoimintaa ja osittain käyttöönottoon liittyvää henkilötöiden laskutusta. Ymmärryksemme mukaan omia tuotteita myydään vielä pääasiassa Suomessa, mutta yhtiö tavoittelee kasvua kansainvälisesti erityisesti tuotteiden kautta.

Yhtiön jatkuvat sopimukset ovat pituudeltaan tavallisesti vähintään 5 vuoden sopimuksia. Isoissa tuotejärjestelmissä implementointivaihe (energia-yhtiöiden ERP) kestää 6kk -12kk. Pienemmissä kassatoimituksissa implementointivaihe on taas huomattavasti lyhyempi.

## Tuotekehitys

Solteqin tuotekehitysstrategia rakentuu ymmärryksemme mukaan yhtiön toimialavahvuuksien ja asiakkaiden ympärille. Yhtiö on perinteisesti ollut vahva kaupan, teollisuuden,

ravintola, energia ja palveluiden asiakkaissa. Kehityshankkeet rakentuvat siten näiden alueiden ympärille ja usein kehitys lähtee asiakastarpeesta ja kehitys tehdään yhdessä asiakkaan kanssa, kuitenkin säilyttäen IPR-oikeudet Solteqilla. Solteqin oman kehityksen lisäksi yhtiö käyttää joissain osa-alueissa kuten esimerkiksi robottien kokoonpanossa alihankintaa.

Yhtiö kiihdyttää edelleen kuluvana vuonna tuotekehitys-panostuksia ja odottaa aktivoitavien panostusten nousevan koko vuonna 2019 3,5 MEUR:oon vastaten noin 6 % liikevaihdosta (2018: 2,3 MEUR tai 4 % liikevaihdosta). Arvioimme yhtiön tulevina vuosina jopa nostavan t&k-panostuksia rahoitustilanteen sallimissa rajoissa. Tulosvaikutteisesti yhtiö kirjasi viime vuonna noin 0,3 MEUR t&k-kuluja ja aikaisempina vuosina alle 1 MEUR. Tuotekehitysaktivointien kasvu kuvaa yhtiön halua muuttua vahvemmin tuote-yhtiöksi ja täysin uusien tuotteiden kehittämistä.

Solteq ei ole vielä aloittanut suurimpien t&k-panostusten poistamista, mikä indikoi ettei panostukset tuota vielä merkittävää kassavirtaa. Ymmärryksemme mukaan t&k-panostusten pitäisi alkaa kantaa hedelmää jo kuluvana vuonna ja esimerkiksi kaupan alan robottien kaupallistaminen pitäisi alkaa kesäkuun lopussa. Näkyvyys tuotteiden kaupallistamisen onnistumiseen on kuitenkin vielä heikko ja odotuksemme ovat varovaiset. Onnistuessaan ohjelmistoliiketoiminta luo ennusteisiimme sekä hyväksyttäviin arvostuskertoimiin nousuvaraa.

## Uudet tuotteet

Yhtiön tärkeimmät uudet tuotteet, jotka ajavat yhtiön liikevaihdon ja kannattavuuden kehitystä keskipitkällä aikavälillä ovat Solteq Point of Commerce- ja

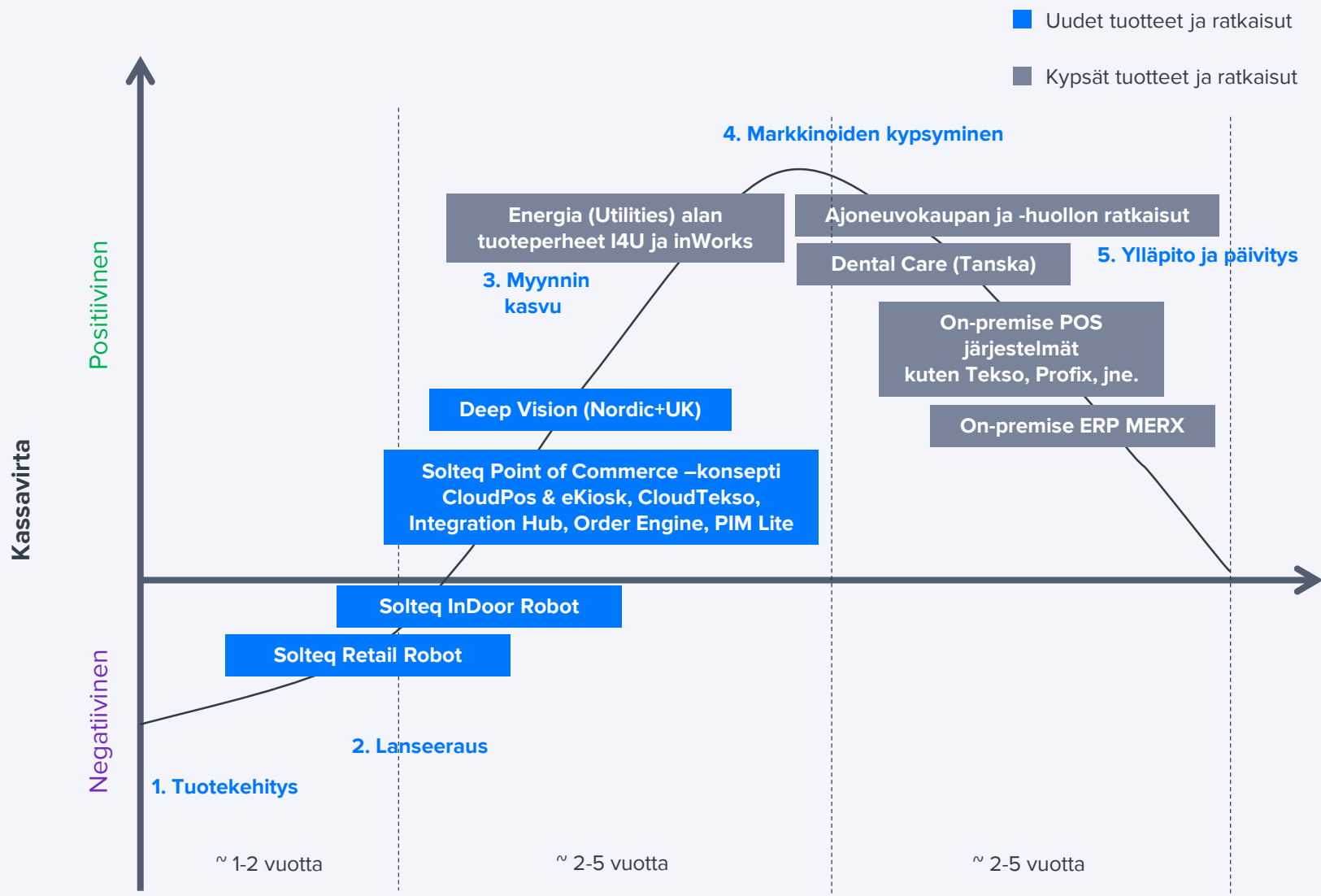
robotiikkaratkaisut vähittäiskauppaan. Yhtiö panostaa vahvasti tuotteiden varaan, ja tästä syystä on tärkeää että yhtiö onnistuu näiden kaupallistamisessa. Arviomme mukaan suhteellisesti yhtiön suurimmat panostukset tehdään robotiikan- ja Point of Commerce -alueelle.

Yhtiön robotiikkaratkaisuille on jo olemassa oleva asiakaskunta vähittäiskaupan ja logistiikan alueilla yli 500 neliön kaupoissa. Robotiikkaratkaisuille haetaan asiakkaille tehokkuutta ja kustannushyötyjä, mikä kuvastaa yhtiön hintapistettä. Ymmärtääksemme robotteja tullaan myymään pitkällä RaaS-sopimuksilla, jotka pitävät sisällään tuki- ja huoltopalvelut.

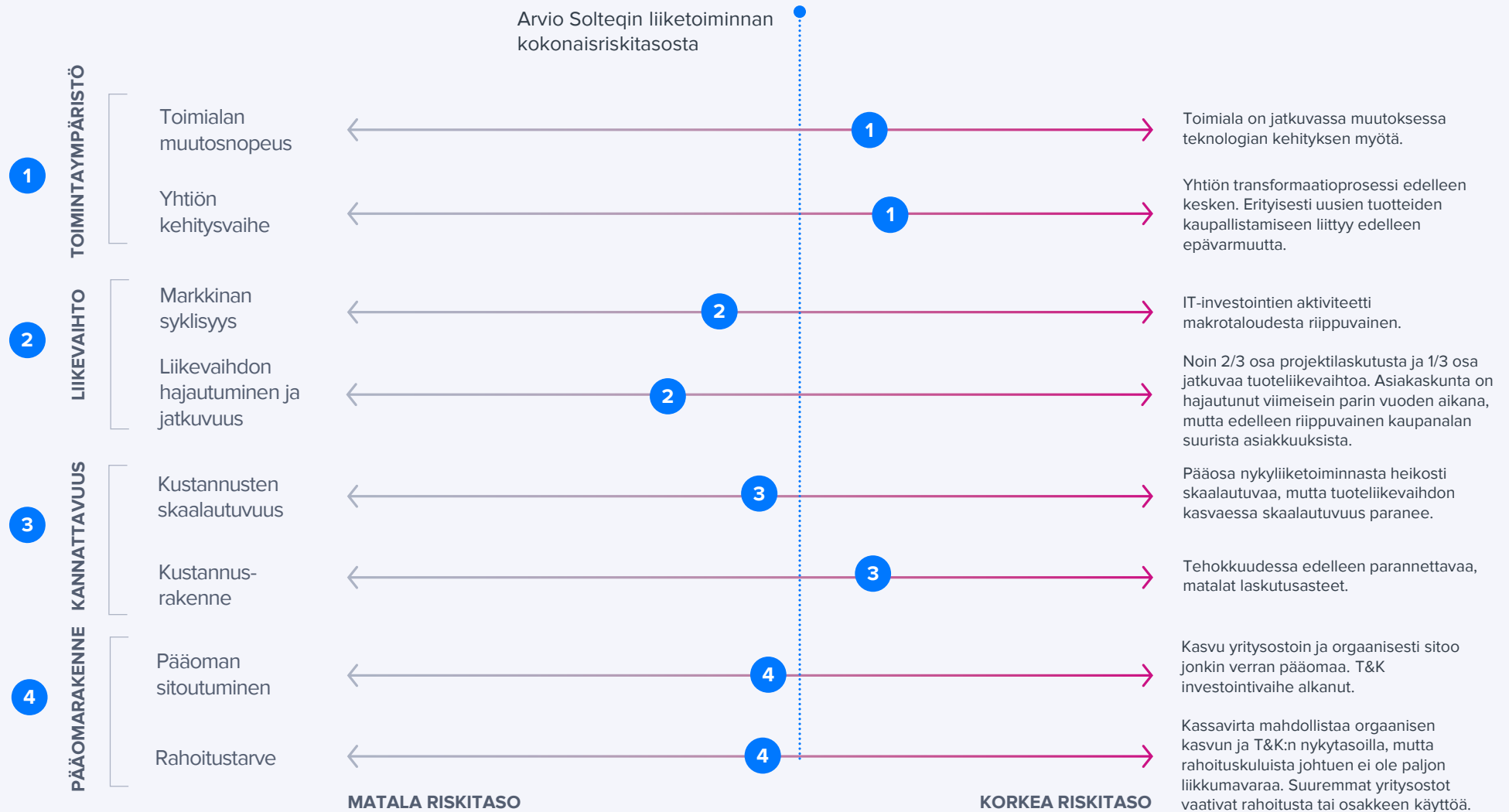
Solteqin CloudPOS -ratkaisut ovat osa Solteq Point of Commerce -ratkaisuperhettä. Ratkaisut ovat luonteeltaan jatkuvia ja skaalautuvia. Solteqin kilpailukyky on paras keskisuurissa, noin 500 MEUR:n liikevaihdon yhtiöissä. Yhtiöllä on vielä suhteellisen pieni määrä asiakkaita jotka käyttävät ratkaisuperhettä laajemmin ja yhtiö odottaa uuden pilvipohjaisen Point of Commerce -ratkaisun parantavan kilpailuetua ja liikevaihdon kasvua.

Solteq odottaa Point of Commerce -ratkaisun kassavirran kiihtyvän vuoden lopulla. Robotiikkaratkaisuihin tulee lanseerauksen jälkeen ymmärryksemme mukaan vielä pilottivaihe, minkä jälkeen sovitaan projekti- ja implementointivaihe. Arviomme mukaan yhtiö alkaa tekemään pieniä tuotekehitysaktivointien poistoja 2019 loppupuolella ja vahvemmin vasta ensi vuoden puolella. Emme ole vielä huomioineet poistoja ennusteissamme, koska olemme varovaisia ennusteissamme myös tulojen suhteen. Seuraamme loppuvuoden aikana erityisesti yhtiön tiedotteita edellä mainittuihin tuotteisiin ja ratkaisuihin.

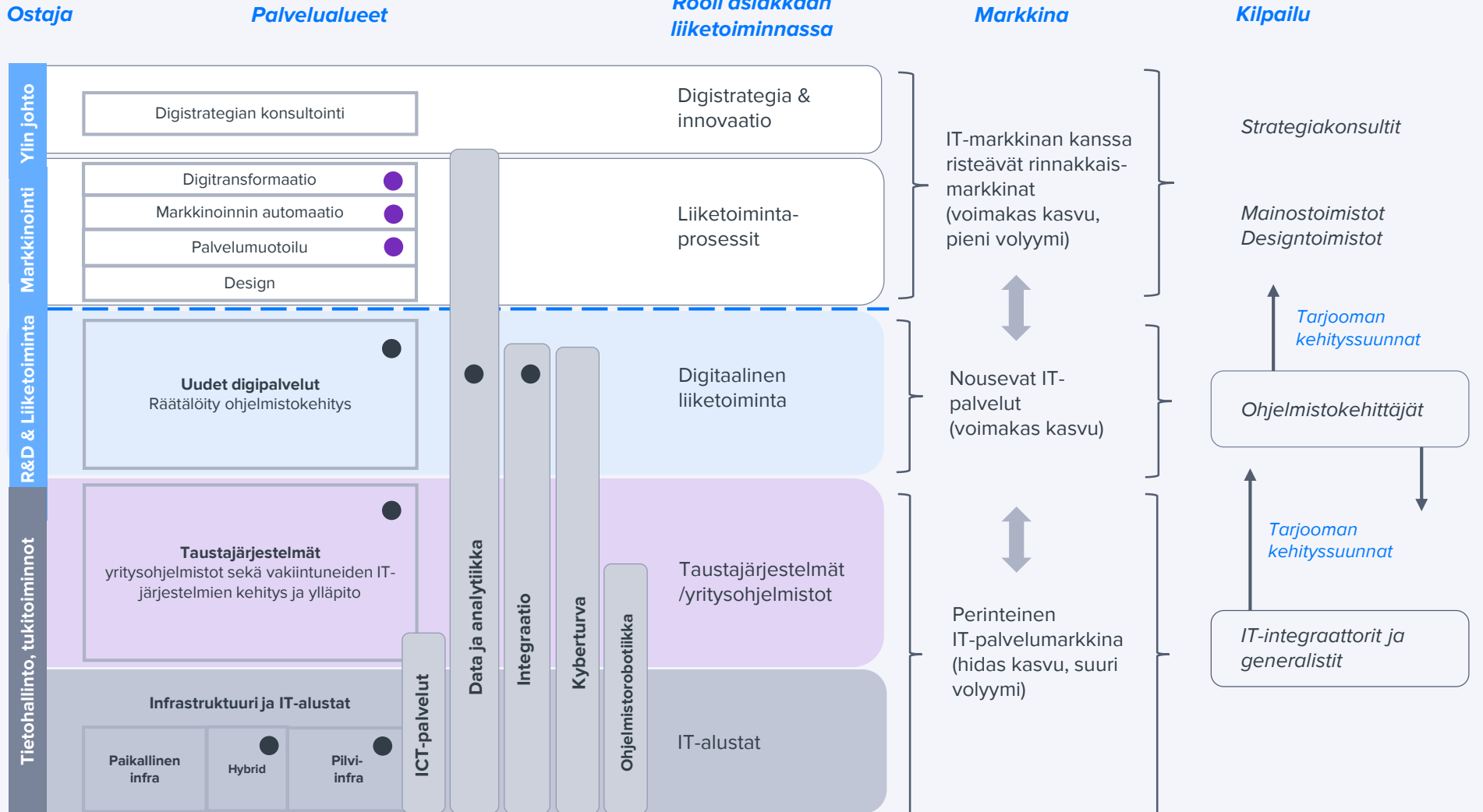
# Tuotteiden ja ratkaisujen elinkaari



# Liiketoimintamallin riskiprofiili



# IT-palvelumarkkinan jakautuminen



# Sijoitusprofiili

1.

**Liiketoiminnan tehostus-/muutosprosessi voiton puolella**

2.

**Tuotekehityspanostuksista uutta kasvupotentiaalia pitkällä aikavälillä**

3.

**Markkinan kysyntänäkymät ovat vahvat**

4.

**Tase on vivutettu ja rajoittaa suurempia investointeja**

5.

**Arvostuksessa nousuvaraa liiketoimintamallin skaalautuvuuden ja jatkuvuuden parantuessa**

## Potentiaali



- Vahvasti kasvavat markkinat
- Kannattavuudessa edelleen parannuspotentiaalia
- Erityisesti lyhyellä tähtäimellä yhtiöllä on edelleen hyvät mahdollisuudet kasvaa orgaanisesti vahvemmin
- Tuoteliiketoiminnassa potentiaalia
- Kassavirran parantuminen ja rahoituskustannusten keventäminen

## Riskit



- Tuoteliiketoimintojen kaupallistamisen epäonnistuminen
- Projektiriskit ja asiakkaiden neuvotteluvoima
- Asemoituminen väliinputoajaksi suurten ja pienten toimijoiden väliin
- Yrityskaupat



# Ennustamme maltillista liikevaihdon kasvua ja kannattavuuden parantumista

## Solteq ohjeistaa tuloksen kasvua ja tilauskanta tukee liikevaihdon kasvua

Solteq ohjeistaa kuluvalle vuodelle liiketuloksen kasvavan selvästi vuoden 2018 tasosta (2018: 2,5 MEUR). Yhtiö kommentoi Q1:llä tilauskertymänsä olleen selvästi parempi kuin vertailukaudella, minkä tulisi tukea liikevaihdon kasvun kiihtymistä kohti ennusteitamme loppuvuonna. Yhtiön henkilöstömäärä oli Q1:n lopussa Q4:n lopun tasolla 586 henkilössä ja keskimääräinen henkilöstö kasvoi 75:llä Q1'18:sta. Keskimääräisen henkilöstömäärän kasvun vertailukaudesta pitäisi myös tukea kasvun elpymistä, kun suurimmat projektitransformaatiot saadaan taakse.

## Odotukset vuosille 2019-2021

Olemme pitäneet ennusteemme ennallaan ja odotamme Solteqin liikevaihdon kasvavan vuosina 2019- 2021 4 %, 5 % ja 4 %. Kannattavuuden osalta ennustamme liikevoitto-%:n nousevan vuosina 2019-2021 7,9 %:iin, 8,0 %:iin ja 8,5 %:iin (2018: 4,3 %) toiminnan tehostumisen ja oman ohjelmistoliiketoiminnan kasvun ajamana. Yhtiön positiivisen kannattavuustrendin jatkuessa arvioimme yhtiön uudelleenrahoittavan nykyisen joukkovelkakirjalainansa (korko 6 %), laskien rahoituskuluja.

Solteq on viimeisten vuosien aikana panostanut voimakkaasti omaan ohjelmistoliiketoimintaan ja yhtiö

investoi edelleen voimakkaasti kasvuun. Yhtiö aktivoi omien pilvipohjaisten ohjelmistotuotteiden ja -palveluiden kustannuksia 1 MEUR:lla taseeseen Q1:llä. Koko vuonna 2019 Solteq odottaa odottaa T&K-panostusten kasvavan 3,5 MEUR:oon (2018: 2,3 MEUR tai 4 % liikevaihdosta). Yhtiö ei vielä ole aloittanut tuotekehityspanostusten poistamista. Ymmärryksemme mukaan tuotekehityspanostusten pitäisi alkaa kantaa hedelmää jo kuluvana vuonna. Näkyvyyys ohjelmistoliiketoiminnan kehitykseen ja kaupallistamisen onnistumiseen on kuitenkin vielä heikko. Näin ollen kohtelemme tuoteliiketoiminnan kasvupotentiaalia ja skaalautuvuutta vielä pääosin optiona. Onnistuessaan ohjelmistoliiketoiminta luo ennusteisiimme sekä hyväksyttävään arvostuskertoimiin kuitenkin nousuvaraa.

Tuloslaskelma	2016	2017	Q1'18	Q2'18	Q3'18	Q4'18	2018	Q1'19	Q2'19e	Q3'19e	Q4'19e	2019e	2020e	2021e	2022e
<b>Liikevaihto</b>	<b>63,0</b>	<b>50,7</b>	<b>14,9</b>	<b>14,2</b>	<b>12,8</b>	<b>14,9</b>	<b>56,9</b>	<b>14,9</b>	<b>14,7</b>	<b>13,5</b>	<b>16,0</b>	<b>59,2</b>	<b>62,1</b>	<b>64,6</b>	<b>66,5</b>
<b>Käyttökate</b>	<b>8,4</b>	<b>2,4</b>	<b>1,9</b>	<b>0,6</b>	<b>1,1</b>	<b>1,1</b>	<b>4,8</b>	<b>2,5</b>	<b>1,5</b>	<b>1,8</b>	<b>2,6</b>	<b>8,4</b>	<b>9,3</b>	<b>10,0</b>	<b>10,6</b>
Poistot ja arvonalennukset	-1,9	-2,1	-0,6	-0,6	-0,6	-0,5	-2,3	-0,9	-0,9	-0,9	-0,9	-3,7	-4,3	-4,5	-4,6
<b>Liikevoitto ilman kertaeriä</b>	<b>3,1</b>	<b>2,1</b>	<b>1,3</b>	<b>0,2</b>	<b>0,5</b>	<b>1,1</b>	<b>3,1</b>	<b>1,5</b>	<b>0,6</b>	<b>0,9</b>	<b>1,7</b>	<b>4,7</b>	<b>5,0</b>	<b>5,5</b>	<b>6,0</b>
<b>Liikevoitto</b>	<b>6,4</b>	<b>0,3</b>	<b>1,3</b>	<b>0,0</b>	<b>0,5</b>	<b>0,6</b>	<b>2,5</b>	<b>1,5</b>	<b>0,6</b>	<b>0,9</b>	<b>1,7</b>	<b>4,7</b>	<b>5,0</b>	<b>5,5</b>	<b>6,0</b>
Nettorahoituskulut	-1,7	-1,8	-0,4	-0,4	-0,4	-0,6	-1,8	-0,5	-0,5	-0,5	-0,5	-1,9	-1,8	-1,7	-1,3
<b>Tulos ennen veroja</b>	<b>4,7</b>	<b>-1,4</b>	<b>0,9</b>	<b>-0,3</b>	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	<b>0,6</b>	<b>1,1</b>	<b>0,1</b>	<b>0,4</b>	<b>1,2</b>	<b>2,8</b>	<b>3,2</b>	<b>3,8</b>	<b>4,7</b>
Verot	-0,1	-0,1	-0,2	0,0	-0,2	0,1	-0,3	-0,3	0,0	-0,1	-0,3	-0,6	-0,6	-0,8	-0,9
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
<b>Nettotulos</b>	<b>4,6</b>	<b>-1,5</b>	<b>0,7</b>	<b>-0,3</b>	<b>-0,1</b>	<b>0,1</b>	<b>0,4</b>	<b>0,8</b>	<b>0,1</b>	<b>0,3</b>	<b>1,0</b>	<b>2,2</b>	<b>2,6</b>	<b>3,1</b>	<b>3,8</b>
<b>EPS (oikaistu)</b>	<b>0,08</b>	<b>0,02</b>	<b>0,03</b>	<b>-0,01</b>	<b>0,00</b>	<b>0,03</b>	<b>0,05</b>	<b>0,04</b>	<b>0,00</b>	<b>0,02</b>	<b>0,05</b>	<b>0,11</b>	<b>0,13</b>	<b>0,16</b>	<b>0,20</b>
<b>EPS (raportoitu)</b>	<b>0,27</b>	<b>-0,08</b>	<b>0,03</b>	<b>-0,02</b>	<b>-0,01</b>	<b>0,01</b>	<b>0,02</b>	<b>0,04</b>	<b>0,00</b>	<b>0,02</b>	<b>0,05</b>	<b>0,11</b>	<b>0,13</b>	<b>0,16</b>	<b>0,20</b>
<b>Tunnusluvut</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>Q1'18</b>	<b>Q2'18</b>	<b>Q3'18</b>	<b>Q4'18</b>	<b>2018</b>	<b>Q1'19</b>	<b>Q2'19e</b>	<b>Q3'19e</b>	<b>Q4'19e</b>	<b>2019e</b>	<b>2020e</b>	<b>2021e</b>	<b>2022e</b>
<b>Liikevaihdon kasvu-%</b>	16,3 %	-19,6 %	14,4 %	5,0 %	10,3 %	19,2 %	12,1 %	0,4 %	3,6 %	5,5 %	6,8 %	4,0 %	5,0 %	4,0 %	3,0 %
<b>Oikaistun liikevoiton kasvu-%</b>		-32,1 %	26,2 %	-79,9 %	-543,1 %	186,6 %	47,4 %	18,5 %	244,8 %	64,2 %	50,5 %	50,0 %	6,3 %	10,5 %	9,1 %
<b>Käyttökate-%</b>	13,3 %	4,7 %	12,9 %	4,4 %	8,3 %	7,7 %	8,4 %	16,4 %	10,1 %	13,4 %	16,3 %	14,2 %	15,0 %	15,4 %	16,0 %
<b>Oikaistu liikevoitto-%</b>	4,9 %	4,2 %	8,7 %	1,2 %	4,2 %	7,5 %	5,5 %	10,2 %	3,9 %	6,6 %	10,5 %	7,9 %	8,0 %	8,5 %	9,0 %
<b>Nettotulos-%</b>	7,3 %	-2,9 %	4,4 %	-2,1 %	-0,8 %	0,7 %	0,6 %	5,4 %	0,5 %	2,5 %	6,0 %	3,7 %	4,1 %	4,7 %	5,7 %

Lähde: Inderes

# Arvostus on edelleen neutraali

Solteqin sijoitusprofiili on muuttumassa mielenkiintoisempaan suuntaan tuoteliiketoiminnan myötä. Lisäksi IT-palvelumarkkinan kiristyessä nousee Solteqin jatkuvat palvelut ja tarjonnan näkökulmasta hajautettu liiketoiminta entistä arvokkaampaan asemaan. Korkeamman arvostuksen hyväksyminen vaatisi näyttöjä tuoteliiketoiminnan hyvästä kehityksestä tai muutoin vahvemmassa tuloskasvusta.

## Vertailuryhmä

Näkemyksemme mukaan Solteq tulee asemoida Pohjoismaisten IT-palveluyhtiöiden joukkoon osin murrosyhtiönä, jolla on suurimmat muutokset takana ja nyt on aika alkaa korjata hedelmiä. Solteqille on löydettävissä hyvä pohjoismainen vertailuryhmä, mihin arvostusta voidaan peilata ja tukea. Yhtiöllä on puhtaisiin IT-palveluyhtiöihin verrattuna enemmän jatkuvaa liiketoimintaa, joka nousee korkeampaan arvoon nykyisessä kiristyneessä osaajamarkkinatilanteessa. Onnistuessaan tuoteliiketoiminnassa yhtiöllä on potentiaalia selvästi voimakkaampaan tuloskasvuun.

Sektorin muihin IT-palveluyhtiöihin verrattuna Solteq aktivoi tällä hetkellä huomattavasti enemmän tuotekehityskuluja taseeseen. Verrattaessa yhtiön tulospohjaisia arvostuskertoimia muihin sektorin yhtiöihin tulisi tämä huomioida, jos odottaisimme tuotteilta voimakasta tulosvaikutusta. Koska emme odota uusista tuotteista voimakasta tuloskasvua niin on myös perusteltua olla huomioimatta ("rankaisematta") aktivoituja tuotekuluja verrokkeihin verratessa.

Pidämme tuloskerroimilla pientä alennusta sektorin keskimääräiseen tasoon perusteltuna johtuen yhtiön muutosvaiheesta kohti tuoteliiketoimintaa, joka vaati vielä näyttöjä.

## Arvostuskertoimet

Yhtiön EV/EBIT- ja P/E-kertoimet vuodelle 2019 ovat 13x ja 12x. Vivutetun taseen (Q1'19 nettovelkaisuusaste ilman IFRS-16 vaikutusta 104 %) huomioiva EV/EBIT-kerroin on 5 % alle verrokkien ja P/E-kerroin 19 % alle verrokkien. EV/EBIT-kertoimen suhteellinen arvostus (5 % alle verrokkien) on hieman haastava, kun taas P/E-kerroin (19 % alle verrokkien) on suhteellisesti maltillinen. Näkemyksemme mukaan nykyinen absoluuttinen ja suhteellinen arvostustaso on kokonaisuudessa neutraali. Korkeamman arvostuksen hyväksyminen vaatisi näyttöjä tuoteliiketoiminnan hyvästä kehityksestä tai muutoin vahvemmassa tuloskasvusta.

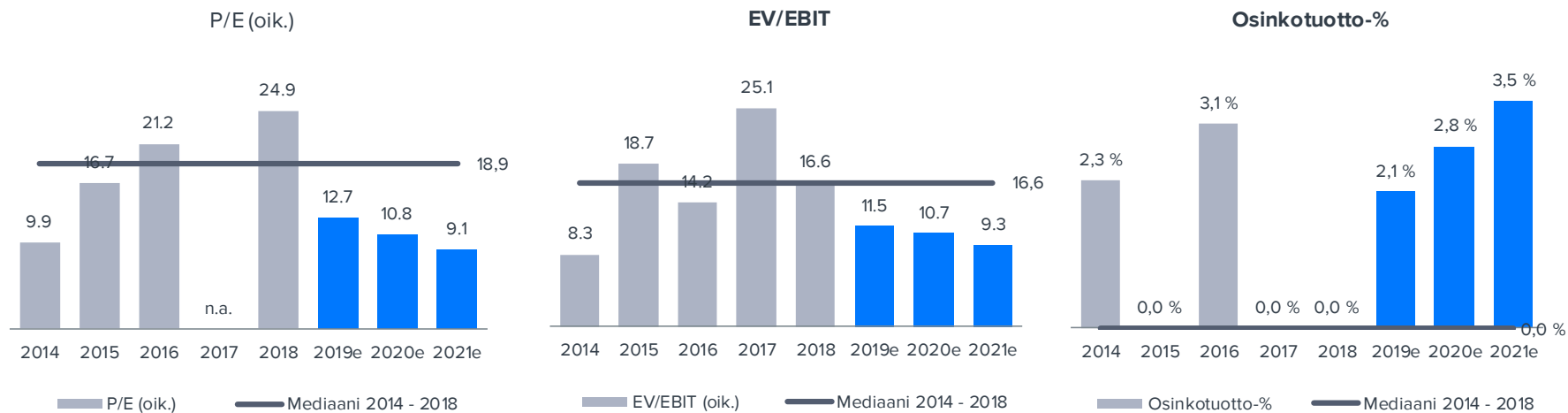
Arvostustaso	2019e	2020e	2021e
<b>Osakekurssi</b>	1,44	1,44	1,44
<b>Osakemäärä, milj. kpl</b>	19,3	19,3	19,3
<b>Markkina-arvo</b>	28	28	28
<b>Yritysarvo (EV)</b>	54	53	51
<b>P/E (oik.)</b>	12,7	10,8	9,1
<b>P/E</b>	12,7	10,8	9,1
<b>P/Kassavirta</b>	14,4	10,8	6,7
<b>P/B</b>	1,2	1,1	1,0
<b>P/S</b>	0,5	0,4	0,4
<b>EV/Liikevaihto</b>	0,9	0,9	0,8
<b>EV/EBITDA (oik.)</b>	6,4	5,7	5,1
<b>EV/EBIT (oik.)</b>	11,5	10,7	9,3
<b>Osinko/tulos (%)</b>	27 %	30 %	31 %
<b>Osinkotuotto-%</b>	2,1 %	2,8 %	3,5 %

Lähde: Inderes

# Arvostustaulukko

Arvostustaso	2014	2015	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e	2022e
Osakekurssi	1,33	1,78	1,60	1,52	1,30	<b>1,44</b>	<b>1,44</b>	<b>1,44</b>	<b>1,44</b>
Osakemäärä, milj. kpl	14,1	16,9	17,0	18,5	19,3	<b>19,3</b>	<b>19,3</b>	<b>19,3</b>	<b>19,3</b>
Markkina-arvo	19	30	27	28	25	<b>28</b>	<b>28</b>	<b>28</b>	<b>28</b>
Yritysarvo (EV)	21	56	44	53	52	<b>54</b>	<b>53</b>	<b>51</b>	<b>49</b>
P/E (oik.)	9,9	16,7	21,2	n.a.	24,9	<b>12,7</b>	<b>10,8</b>	<b>9,1</b>	<b>7,4</b>
P/E	9,9	>100	5,9	neg.	70,5	<b>12,7</b>	<b>10,8</b>	<b>9,1</b>	<b>7,4</b>
P/Kassavirta	7,7	neg.	2,7	neg.	neg.	<b>14,4</b>	<b>10,8</b>	<b>6,7</b>	<b>6,1</b>
P/B	1,6	2,0	1,3	1,4	1,2	<b>1,2</b>	<b>1,1</b>	<b>1,0</b>	<b>0,9</b>
P/S	0,5	0,6	0,4	0,6	0,4	<b>0,5</b>	<b>0,4</b>	<b>0,4</b>	<b>0,4</b>
EV/Liikevaihto	0,5	1,0	0,7	1,0	0,9	<b>0,9</b>	<b>0,9</b>	<b>0,8</b>	<b>0,7</b>
EV/EBITDA (oik.)	5,4	18,2	5,3	22,1	10,8	<b>6,4</b>	<b>5,7</b>	<b>5,1</b>	<b>4,6</b>
EV/EBIT (oik.)	8,3	18,7	14,2	25,1	16,6	<b>11,5</b>	<b>10,7</b>	<b>9,3</b>	<b>8,1</b>
Osinko/tulos (%)	22,4 %	0,0 %	18,4 %	0,0 %	0,0 %	<b>26,5 %</b>	<b>30,1 %</b>	<b>31,5 %</b>	<b>35,8 %</b>
Osinkotuotto-%	2,3 %	0,0 %	3,1 %	0,0 %	0,0 %	<b>2,1 %</b>	<b>2,8 %</b>	<b>3,5 %</b>	<b>4,9 %</b>

Lähde: Inderes



# Verrokkiryhmän arvostus

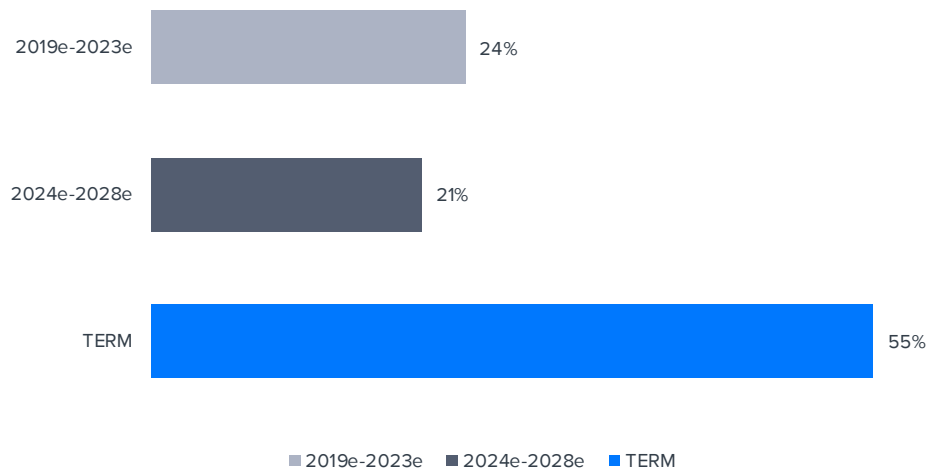
Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Osakekurssi	Markkina-arvo MEUR	Yritysarvo MEUR	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
				2019e	2020e	2019e	2020e	2019e	2020e	2019e	2020e	2019e	2020e	2019e
Digia	3,04	82	94	10,5	9,0	7,3	6,1	0,7	0,7	11,7	9,8	3,1	4,1	1,5
Innofactor	0,64	23	38		25,5	9,6	7,0	0,6	0,6	32,0	14,2			1,1
Nixu	10,95	80	78	52,1	26,0	31,2	17,4	1,5	1,3	121,7	39,1	0,1	0,3	4,5
Tieto	25,90	1919	2189	13,1	12,2	8,6	8,3	1,3	1,3	14,0	13,3	5,7	5,8	4,3
Vincit	5,82	70	64	10,7	9,2	9,2	8,1	1,3	1,2	13,9	11,6	3,1	3,8	3,2
Siili	8,88	62	60	11,9	8,5	7,5	6,0	0,7	0,7	13,1	10,2	3,8	5,4	
Gofore	7,78	109	97	11,4	10,2	9,2	8,1	1,4	1,2	14,8	12,8	3,0	3,5	3,7
Acando	41,45	390	391	14,1	13,0	12,3	11,3	1,4	1,3	19,1	17,6	3,9	4,2	3,2
Knowlt	214,00	383	400	12,2	11,4	10,7	10,1	1,2	1,2	15,7	14,5	3,0	3,5	3,3
Enea	145,00	259	336	15,5	14,2	12,5	11,0	3,6	3,3	17,8	15,1			
HIQ	50,00	256	249	12,1	11,1	10,5	9,8	1,4	1,3	16,1	15,0	7,3	7,6	3,4
<b>Solteq (Inderes)</b>	<b>1,44</b>	<b>28</b>	<b>54</b>	<b>11,5</b>	<b>10,7</b>	<b>6,4</b>	<b>5,7</b>	<b>0,9</b>	<b>0,9</b>	<b>12,7</b>	<b>10,8</b>	<b>2,1</b>	<b>2,8</b>	<b>1,2</b>
<b>Keskiarvo</b>				<b>16,4</b>	<b>13,7</b>	<b>11,7</b>	<b>9,4</b>	<b>1,4</b>	<b>1,3</b>	<b>26,4</b>	<b>15,7</b>	<b>3,7</b>	<b>4,3</b>	<b>3,1</b>
<b>Mediaani</b>				<b>12,2</b>	<b>11,4</b>	<b>9,6</b>	<b>8,3</b>	<b>1,3</b>	<b>1,2</b>	<b>15,7</b>	<b>14,2</b>	<b>3,1</b>	<b>4,1</b>	<b>3,3</b>
<b>Erotus-% vrt. mediaani</b>				<b>-5 %</b>	<b>-6 %</b>	<b>-33 %</b>	<b>-31 %</b>	<b>-32 %</b>	<b>-27 %</b>	<b>-19 %</b>	<b>-24 %</b>	<b>-33 %</b>	<b>-32 %</b>	<b>-65 %</b>

Lähde: Thomson Reuters / Inderes. Huomautus: Inderesin käyttämä markkina-arvo ei ota huomioon yhtiön hallussa olevia omia osakkeita.

# DCF-laskelma

DCF-laskelma	2018	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	TERM
<b>Liikevoitto</b>	<b>2,5</b>	<b>4,7</b>	<b>5,0</b>	<b>5,5</b>	<b>6,0</b>	<b>5,5</b>	<b>5,6</b>	<b>5,8</b>	<b>6,0</b>	<b>5,4</b>	<b>5,5</b>	
+ Kokonaispoistot	2,3	3,7	4,3	4,5	4,6	4,8	4,9	5,0	5,1	5,2	5,3	
- Maksetut verot	-0,5	-0,6	-0,6	-0,8	-0,9	-0,9	-0,9	-1,0	-1,0	-0,9	-0,9	
- verot rahoituskuluista	-0,4	-0,4	-0,4	-0,3	-0,3	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	
+ 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	7,6	0,6	-0,8	0,3	0,2	0,2	0,2	0,3	0,3	0,3	0,2	
<b>Operatiivinen kassavirta</b>	<b>11,6</b>	<b>7,9</b>	<b>7,5</b>	<b>9,2</b>	<b>9,7</b>	<b>9,4</b>	<b>9,6</b>	<b>9,9</b>	<b>10,2</b>	<b>9,8</b>	<b>9,9</b>	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoninvestoinnit	-13,9	-6,0	-4,9	-5,0	-5,1	-5,2	-5,3	-5,5	-5,6	-5,7	-4,8	
<b>Vapaa operatiivinen kassavirta</b>	<b>-2,4</b>	<b>1,9</b>	<b>2,6</b>	<b>4,2</b>	<b>4,5</b>	<b>4,2</b>	<b>4,3</b>	<b>4,4</b>	<b>4,6</b>	<b>4,1</b>	<b>5,2</b>	
+/- Muut	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	-2,4	1,9	2,6	4,2	4,5	4,2	4,3	4,4	4,6	4,1	5,2	72,4
<b>Diskontattu vapaa kassavirta</b>		<b>1,8</b>	<b>2,2</b>	<b>3,3</b>	<b>3,3</b>	<b>2,8</b>	<b>2,6</b>	<b>2,5</b>	<b>2,3</b>	<b>1,9</b>	<b>2,2</b>	<b>30,8</b>
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		55,7	53,8	51,6	48,3	45,0	42,3	39,7	37,2	34,9	33,0	30,8
<b>Velaton arvo DCF</b>		<b>55,7</b>										
- Korolliset velat		-31,9										
+ Rahavarat		5,3										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		0,0										
<b>Oman pääoman arvo DCF</b>		<b>29,1</b>										
<b>Oman pääoman arvo DCF per osake</b>		<b>1,5</b>										

## Rahavirran jakauma jaksoittain



## Pääoman kustannus (wacc)

Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	15,0 %
Vieraan pääoman kustannus	5,0 %
Yrityksen Beta	1,10
Markkinoiden riski-preemio	4,75 %
Likviditeettipreemio	2,00 %
Riskitön korko	3,0 %
<b>Oman pääoman kustannus</b>	<b>10,2 %</b>
<b>Pääoman keskim. kustannus (WACC)</b>	<b>9,3 %</b>

Lähde: Inderes

# Tase

Vastaavaa	2017	2018	2019e	2020e	2021e
<b>Pysyvät vastaavat</b>	<b>45,1</b>	<b>56,7</b>	<b>59,1</b>	<b>59,6</b>	<b>60,2</b>
Liikearvo	36,9	40,4	40,4	40,4	40,4
Aineettomat hyödykkeet	5,2	7,0	8,4	8,8	9,3
Käyttöomaisuus	2,2	8,7	9,6	9,6	9,8
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut sijoitukset	0,6	0,5	0,5	0,5	0,5
Muut pitkäaikaiset varat	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2
Laskennalliset verosaamiset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Vaihtuvat vastaavat</b>	<b>16,4</b>	<b>17,4</b>	<b>16,6</b>	<b>16,2</b>	<b>16,9</b>
Vaihto-omaisuus	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Muut lyhytaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Myyntisaamiset	14,7	12,0	12,4	13,0	13,6
Likvidit varat	1,6	5,3	4,1	3,1	3,2
<b>Taseen loppusumma</b>	<b>61,5</b>	<b>74,2</b>	<b>75,7</b>	<b>75,8</b>	<b>77,0</b>

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2017	2018	2019e	2020e	2021e
<b>Oma pääoma</b>	<b>20,5</b>	<b>21,8</b>	<b>24,0</b>	<b>26,0</b>	<b>28,3</b>
Osakepääoma	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1
Kertyneet voittovarot	7,4	7,8	10,0	12,0	14,3
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muu oma pääoma	12,0	12,9	12,9	12,9	12,9
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Pitkäaikaiset velat</b>	<b>26,2</b>	<b>32,7</b>	<b>29,4</b>	<b>24,2</b>	<b>24,7</b>
Laskennalliset verovelat	1,0	0,8	0,8	0,8	0,8
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lainat rahoituslaitoksilta	25,2	31,9	28,6	23,4	23,9
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Lyhytaikaiset velat</b>	<b>14,8</b>	<b>19,7</b>	<b>22,3</b>	<b>25,7</b>	<b>24,0</b>
Lainat rahoituslaitoksilta	0,0	0,0	1,6	5,2	2,7
Lyhytaikaiset korottomat velat	14,8	19,7	20,7	20,5	21,3
Muut lyhytaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Taseen loppusumma</b>	<b>61,5</b>	<b>74,2</b>	<b>75,7</b>	<b>75,8</b>	<b>77,0</b>

# Yhteenveto

Tuloslaskelma	2016	2017	2018	2019e	2020e	Osakekohtaiset luvut	2016	2017	2018	2019e	2020e
Liikevaihto	63,0	50,7	56,9	<b>59,2</b>	<b>62,1</b>	EPS (raportoitu)	0,27	-0,08	0,02	<b>0,11</b>	<b>0,13</b>
Käyttökate	8,4	2,4	4,8	<b>8,4</b>	<b>9,3</b>	EPS (oikaistu)	0,08	0,02	0,05	<b>0,11</b>	<b>0,13</b>
Liikevoitto	6,4	0,3	2,5	<b>4,7</b>	<b>5,0</b>	Operat. kassavirta / osake	0,55	0,00	0,60	<b>0,41</b>	<b>0,39</b>
Voitto ennen veroja	4,7	-1,4	0,6	<b>2,8</b>	<b>3,2</b>	Vapaa kassavirta / osake	0,60	-0,31	-0,12	<b>0,10</b>	<b>0,13</b>
Nettovoitto	4,6	-1,5	0,4	<b>2,2</b>	<b>2,6</b>	Omapääoma / osake	1,19	1,11	1,13	<b>1,24</b>	<b>1,34</b>
Kertaluontoiset erät	3,3	-1,8	-0,7	<b>0,0</b>	<b>0,0</b>	Osinko / osake	0,05	0,00	0,00	<b>0,03</b>	<b>0,04</b>
<b>Tase</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019e</b>	<b>2020e</b>	<b>Kasvu ja kannattavuus</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019e</b>	<b>2020e</b>
Taseen loppusumma	61,2	61,5	74,2	<b>75,7</b>	<b>75,8</b>	Liikevaihdon kasvu-%	16 %	-20 %	12 %	<b>4 %</b>	<b>5 %</b>
Oma pääoma	20,2	20,5	21,8	<b>24,0</b>	<b>26,0</b>	Käyttökateen kasvu-%	173 %	-71 %	99 %	<b>76 %</b>	<b>11 %</b>
Liikearvo	33,5	36,9	40,4	<b>40,4</b>	<b>40,4</b>	Liikevoiton oik. kasvu-%	4 %	-32 %	47 %	<b>50 %</b>	<b>6 %</b>
Nettovelat	17,0	23,6	26,5	<b>26,0</b>	<b>25,5</b>	EPS oik. kasvu-%	-29 %	-78 %	215 %	<b>117 %</b>	<b>18 %</b>
<b>Kassavirta</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019e</b>	<b>2020e</b>	Käyttökate-%	13,3 %	4,7 %	8,4 %	<b>14,2 %</b>	<b>15,0 %</b>
Käyttökate	8,4	2,4	4,8	<b>8,4</b>	<b>9,3</b>	Oik. Liikevoitto-%	4,9 %	4,2 %	5,5 %	<b>7,9 %</b>	<b>8,0 %</b>
Nettokäyttöpääoman muutos	1,4	-2,6	7,6	<b>0,6</b>	<b>-0,8</b>	Liikevoitto-%	10,2 %	0,6 %	4,3 %	<b>7,9 %</b>	<b>8,0 %</b>
Operatiivinen kassavirta	9,4	0,0	11,6	<b>7,9</b>	<b>7,5</b>	ROE-%	25,9 %	-7,3 %	1,7 %	<b>9,5 %</b>	<b>10,3 %</b>
Investoinnit	0,7	-6,4	-13,9	<b>-6,0</b>	<b>-4,9</b>	ROI-%	14,4 %	0,7 %	5,0 %	<b>8,7 %</b>	<b>9,1 %</b>
Vapaa kassavirta	10,1	-5,8	-2,4	<b>1,9</b>	<b>2,6</b>	Omavaraisuusaste	33,1 %	33,3 %	29,4 %	<b>31,7 %</b>	<b>34,2 %</b>
						Nettovelkaantumisaste	84,1 %	115,3 %	121,6 %	<b>108,6 %</b>	<b>98,0 %</b>
<b>Suurimmat omistajat</b>			<b>%-osakkeista</b>			<b>Arvostuskertoimet</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019e</b>	<b>2020e</b>
Sentica Buyout III Ky			23,9 %			EV/Liikevaihto	0,7	1,0	0,9	<b>0,9</b>	<b>0,9</b>
Profiz Business Solution Oy			10,5 %			EV/EBITDA (oik.)	5,3	22,1	10,8	<b>6,4</b>	<b>5,7</b>
Keskinäinen Työeläkevakuutusyhtiö Elo			10,4 %			EV/EBIT (oik.)	14,2	25,1	16,6	<b>11,5</b>	<b>10,7</b>
Saadetdin Ali			7,3 %			P/E (oik.)	21,2	91,9	24,9	<b>12,7</b>	<b>10,8</b>
Keskinäinen Työeläkevakuutusyhtiö Varma			6,5 %			P/B	1,3	1,4	1,2	<b>1,2</b>	<b>1,1</b>
Aalto Seppo			3,5 %			Osinkotuotto-%	3,1 %	0,0 %	0,0 %	<b>2,1 %</b>	<b>2,8 %</b>

Lähde: Inderes

# Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

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

Mahdolliset kannanotot, arviot ja ennusteet ovat esittäjiensä näkemyksiä. Inderes ei vastaa esitettyjen tietojen sisällöstä tai paikkansapitävyydestä. Inderes tai sen työntekijät eivät myöskään vastaa tämän raportin perusteella tehtyjen päätösten taloudellisesta tuloksesta tai muista vahingoista (välittömät ja välilliset vahingot), joita tietojen käytöstä voi aiheutua. Raportilla esitettyjen tietojen perustana oleva informaatio voi muuttua nopeastikin. Inderes ei sitoudu ilmoittamaan esitettyjen tietojen/kannanottojen mahdollisista muutoksista.

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

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

Inderes antaa seuraamilleen osakkeille tavoitehinnan. Inderesin käyttämä suositusmetodologia perustuu osakkeen tämänhetkisen hinnan ja 12 kuukauden tavoitehintamme väliseen prosenttiero. Suosituspolitiikka on neliportainen suosituksen myy, vähennä, lisää ja

osta. Inderesin sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään neljä kertaa vuodessa yhtiöiden osavuositarkastusten yhteydessä, mutta suosituksia ja tavoitehintoja voidaan muuttaa myös muina aikoina markkinatilanteen mukaisesti. Annetut suositukset tai tavoitehinnat eivät takaa, että osakkeen kurssi kehittyisi tehdyn arvon mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonmäärittämenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF) ja lisäarvomalli (EVA), arvostuskertoimet, vertailuryhmäanalyysi ja osien summa -analyysi. Käytettävät arvonmäärittämenetelmät ja tavoitehinnan perusteet ovat aina yhtiökohtaisia ja voivat vaihdella merkittävästi riippuen yhtiöstä ja (tai) toimialasta.

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

Osta	>15 %
Lisää	5-15 %
Vähennä	-5-5 %
Myy	< -5 %

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

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

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

## Suositushistoria (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
24.4.2017	Vähennä	1,70 €	1,71 €
12.7.2017	Lisää	1,80 €	1,62 €
18.7.2017	Vähennä	1,75 €	1,68 €
6.9.2017	Vähennä	1,75 €	1,73 €
27.10.2017	Vähennä	1,60 €	1,60 €
20.2.2018	Vähennä	1,50 €	1,50 €
27.4.2018	Vähennä	1,65 €	1,63 €
13.8.2018	Vähennä	1,55 €	1,53 €
26.10.2018	Vähennä	1,55 €	1,46 €
1.3.2019	Vähennä	1,45 €	1,50 €
2.5.2019	Vähennä	1,50 €	1,48 €
16.5.2019	Vähennä	1,50 €	1,44 €





Inderes on kaikille osakesijoittajille avoin analyysipalvelu ja yhteisö. Toimintaamme ohjaavat viisi periaatetta: riippumattomuus, laadukas analyysi, intohimo osakemarkkinoita kohtaan, pääomamarkkinoiden avoimuuden parantaminen sekä toiminta yhteisönä yhteisen hyvän edistämiseksi. Tavoittemme on vaikuttaa positiivisesti yhteiskuntaan edistämällä kotimaista omistajuutta ja kansankapitalismia. Yhteisöömme kuuluvat sijoittajat oppivat tuntemaan kohdeyhtiöt paremmin, ymmärtävät omistajuuden merkityksen ja voivat kehittyä paremmiksi sijoittajiksi. Pörssiyrityksille varmistamme, että yhtiöstä on jatkuvasti sijoittajien ja omistajien saatavilla laadukasta tietoa päätöksentekoon. Inderes-yhteisöön kuuluu yli 35 000 aktiivista sijoittajaa ja yli 100 kotimaista pörssiyritystä, jotka haluavat pitää omistajiensa tietotarpeista huolta. Palvelemme yhteisöämme yli 20 työntekijän tiimillä intohimosta osakesijoittamiseen.

### Inderes Oy

Itämerentori 2  
00180 Helsinki  
+358 10 219 4690

**Palkittua analyysiä osoitteessa [www.inderes.fi](http://www.inderes.fi)**

## Palkinnot



**2015, 2018**  
Suositus- ja  
ennustetarkkuus



**2014, 2016, 2017**  
Suositustarkkuus



**2014, 2015, 2016, 2018**  
Suositus- ja  
ennustetarkkuus



**2012, 2016, 2018**  
Suositustarkkuus



**2012, 2016, 2017, 2018**  
Suositus- ja  
ennustetarkkuus



**2017**  
Suositustarkkuus



**2017**  
Suositustarkkuus



**2018**  
Ennustetarkkuus



**Analyysi kuuluu  
kaikille.**