

ANALYTIKER

Nils Betsholtz

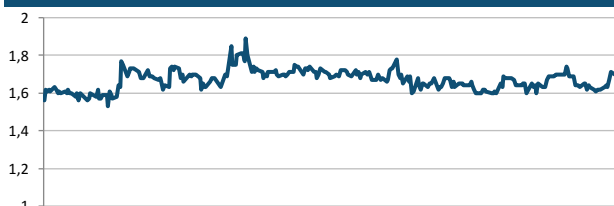
Analytikern äger aktier i bolaget

BOLAGETS NAMN

Aktiekurs	1,63
52 v högsta / lägsta	1,92/1,54
Antal aktier	18 003 635
Börsvärde (MEUR)	29,35
Nettoskuld (MEUR)	17,03
EV (MSEK)	46,37
Sektor	Informationsteknik
Lista / kortnamn	Small Cap Helsinki/SOLTEQ
Nästa rapport	20 April

UTVECKLING

1 månad	-4,68
3 månader	-1,21
1 år	3,82
YTD	-67,4

AKTIEKURS 1år (EUR)

HUVUDÄGARE %

Sentica Buyout III ky	26,0
Keskinäinen Työeläkevakuutusyhtiö Elo	11,2
Profiz Business Solution Oyj	10,0
Ali Saadetdin	7,9
Keskinäinen Työeläkevakuutusyhtiö Varma	7,0
Solteq Oyj (aktier i eget förvar)	4,6

LEDNING

Verkställande direktör	Olli Väätäinen
Styrelseordförande	Mika Uotila

Financial forecast

kEUR	2016A	2017E	2018E	2019E
Omsättning	63 049	72 506	83 382	95 890
EBIT-marginal %	3,5%	4,3%	6,0%	7,6%
EPS	0,02	0,05	0,12	0,21
FCF/aktie	0,16	0,21	0,32	0,44
EV/EBIT	20,9	14,9	9,2	6,3
EV/S	0,74	0,64	0,56	0,48

Ny Strategi ger förutsättningar för tillväxt

Fokus på e-handel och OMNI-commerce lösningar ses som en smart strategi med avseende på de goda marknadsförutsättningarna. Förutsättningarna för både organisk tillväxt samt förvärv bedöms goda vilket kommer bidra till aktieägarvärde framgent.

Stort utrymme för nya förvärv

Företaget har ett stort förvärvsutrymme som kan hjälpa bolaget att växa snabbare. Kassan är 30% av börsvärdet och ca 5% av utstående aktier finns till förfogande, vilket anses vara mycket goda förutsättningar.

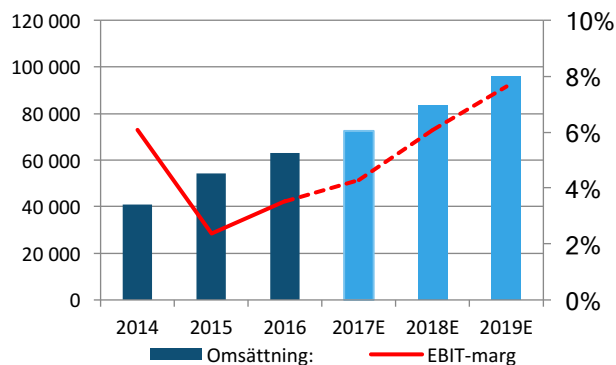
Goda marknadsförutsättningar

Tillväxten för E-handeln i Sverige är hög och i USA har e-handeln en marknadsandel på 10%. Internetförsäljning blir således en allt viktigare försäljningskanal, för vilken Solteq kan leverera konkurrenskraftiga lösningar.

Kraftig skuldsättning kan hämma tillväxt

Bolagets Net Debt/EBITDA för 2016 blir 2,06. Justerat för en engångspost blir denna siffra 4,12, vilket anses ansträngt för denna typ av bolag. Det finns goda förutsättningar för lönsamhetsförbättringar och tillväxt men givet ett scenario där bolaget inte lyckas med detta kan fokus istället hamna på skuldsanerande åtgärder.

Omsättning & EBIT-marginal %



Värde drivare



Quality of earnings



Ledning & styrelse



Risknivå

SOLTEQ

Solteq är en finsk IT-konsult med fokus på digital handel. Genom en bred produktportfölj vill bolaget erbjuda sina klienter en helhetslösning från en enskild aktör vilket ska underlätta för klienten. Verksamheten kan delas upp i två affärssegment, Digital Solutions och Customer Solutions. Digital Solutions fokuserar på att leverera IT-lösningar relaterat till internethandel, vilket inriktas mycket på utveckling och design av klientens e-handelslösning. De erbjuder marknadsföringstjänster (genom bla. sökoptimering) samt analys av konsumentbeteende på hemsida(analytics).

Customer Solutions levererar lösningar till grossister, detaljhandelskedjor vilket framförallt omfattar back-end affärssystem (ERP), mjukvara för kassasystem, och mer traditionella IT-lösningar för fasta butiker.

Ny strategi med fokus på tillväxt

Under 2016 utvecklade företaget en ny strategi med starkare fokus på digital handel. Denna innebär att företaget skall växa på två ben, dels genom att förädla klienter i Finland för organisk tillväxt, men även genom förvärv internationellt. 80 % av bolagets omsättning härleds i dagsläget till Finland. Lyckas bolaget med bättre kundbearbetning framgent kommer detta få en positiv inverkan på omsättningen.

Enligt bolagets utsago kommer den största delen tillväxt komma från förvärvsaktiviteter, vilket det finns goda förutsättningar för. Förvärvsutrymmet består av kassa och återköpta aktier estimeras till 8-10 MEUR. Detta får anses stort eftersom det motsvarar cirka 1/3 av bolagets börsvärde. Ett större lyckat förvärv skulle få stort utslag på omsättning och skulle således motivera en uppvärdering.

Solteq får många förfrågningar om att köpa upp andra bolag vilket sätter företaget i en intressant förhandlingsituation vid förvärv.

Nya Finansiella Mål	2016A	Mål:
Omsättningstillväxt (årligen)	16,30 %	>20 %
Rörelsemarginal	3,5 % (4,9 %*)	8 %
Net Debt/EBITDA	2,06 % (4,11 %*)	<3,5
Utdelningsandel	18 %	30 %

Gynnsamma marknadsförhållanden

E-handeln i USA har idag en marknadsandel på 10 % av all konsumtion i USA. Dessutom visar prognoser från Statistiska att näthandeln har ett CAGR på 15 % till 2019. E-handeln växer även i Sverige, där denna mellan 2007 och 2016 växt med en CAGR på 12,6 %.

Denna globala trend resulterar i en ökad efterfrågan på OMNI-commerce lösningar, där stora butikskedjor kopplar ihop alla sina försäljningskanaler i ett IT-system. Den nya strategin som fokuserar på digital handel anses således som rätt vägval när det detta segment växer kraftigt.

Stabil affärsmodell och trogna kunder

Solteq affärsmodell bygger på att erbjuda bred produktportfölj vilket är fördelaktigt för kunden, när all IT sköts av samma konsult. Till bolagets fördel bidrar detta till byteskostnader och inlåsnings effekter som uppstår. När en kund köper ett bredare sortiment IT-tjänster blir det också mer anständigt och kostsamt att byta ut detta. Solteqs affärsmissiga bredd kan därmed ses som smart och bidrar till återkommande intäkter och lägre konjunkturkänslighet.

Två förvärv förbättrar förutsättningar för tillväxt och marginalförbättring

2016 förvärvades svenska Aponsa AB och finska Pardco vilket får ses som positivt för Solteqs verksamhet. En genomgång av Aponsa AB:s finansiella prestation visar att en CAGR på 31 % sedan 2014. Aponsas omsättning växer snabbare än samtliga kostnadsposter gemensamt vilket bäddar för en marginalexpansion framöver. Pardco har inte visat samma fina historik men har visat lönsamhet historiskt.

Aponsa och Pardco förvärvades till en P/S multipel på 0,52, vilket är billigt men sett till att Aponsa och Pardco har en EBIT-marginal på 2,9 % respektive 1,4 % är det motiverat.

Erfaren VD tillsätts

Olli Väättäinen blir ny VD i Solteq. Han har jobbat som COO på Koitpizza som Solteqs huvudägare Sentica Partners börsintroducerade 2015. Olli har omfattande erfarenhet från olika styrelsepositioner i olika finska bolag där Senticas fonder är storägare. Olli har även varit rådgivare till Sentica sedan 2003. Ollis erfarenhet och hans långa samarbete med Sentica blir förhoppningsvis gynnsamt, när riskkapitalbolaget har ett starkt förtroende för honom.

Låg värdering givet lyckad marginalexpansion och bra förvärv

Bolaget värderas till EV/S på 0,68 och EV/EBIT på 7,1 vilket motsvarar en rabatt om cirka 50 % jämfört med konkurrenters multiplar vars snitt är 1,47 resp. 14,4. Detta bedöms rimligt sett till att Solteq inte levererar samma lönsamhet som konkurrenter. EBIT-marginal för Solteq blev på 4,9* % jämfört med konkurrenternas snitt på 9,9 %. Följaktligen kan det argumenteras att bolaget är rimligt värderat. LINC:s estimat talar däremot för att bolaget kan öka lönsamheten endast med organisk tillväxt. Genomförs dessutom ett större lyckat förvärv skulle dessa faktorer bidra till en marginalexpansion och kraftig uppvärdering.

Bolaget har ansträngt skuldsättning

Bolagets Net Debt/EBITDA för 2016 blev 2,06 vilket är långt under bolagets mål om <3,5. EBITDA inkluderar däremot en icke-återkommande intäkt som aktiverades med avyttringen av MainIoT under 2016. Justerat för denna försäljning hamnar Net Debt/EBITDA multipel på 4,14 vilket är ansträngt för ett tillgångslätt bolag. Givet att inga engångsposter förekommer under 2017 måste således EBITDA växa ca 18% för att uppnå en Net Debt/EBITDAx 3,5. LINC:s estimat talar för att bolaget kommer klara detta med organiskt tillväxt och nå en multipel på 3,52. Skulle nettoskulden landa en bra bit över 3,5x EBITDA finns det anledning för ledningen att fokusera på skuldsanerande återgårdar vilket kan hämma en förvärvsdriven tillväxt.

*Justerat för ej återkommande poster som avyttringen av MainIoT 2016

Omsättning & EBIT-marginal Basscenario (exklusive förvärv)

Solteq (hela bolaget)	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
Omsättning	54 215	63 049	66 235	69 740	73 595
EBIT total	3 143	3 115	3 381	3 675	3 999
EBIT marg%	5,8 %	4,9* %	5,1 %	5,3 %	5,4 %
Customer Solutions	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
Omsättning	33 439	31 183	31 183	31 183	31 183
EBIT total	1 134	429	437	437	437
EBIT marg%	3,4 %	1,4 %	1,4 %	1,4 %	1,4 %
Digital Solutions	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
Omsättning	20 777	31 865	35 052	38 557	42 412
EBIT total	2 009	2 686	2 944	3 239	3 563
EBIT marg%	9,7 %	8,4 %	8,4 %	8,4 %	8,4 %

Förutsättningarna för att Solteq ska uppvärderas ligger i att bolaget lyckas med lönsamhetsförbättringar men även med att förvärv genomförs, vilket kommer vara den tongivande faktorn för tillväxt.

Estimat utan förvärv

Tabellen ovan visar LINC:s estimat för verksamhetens tillväxtpotentialer utan förvärv. Givet att segmentet Digital Solutions växer i takt med e-handelsmarknaden i stort samt att Customer Solutions omsättning är oförändrad ger detta en total omsättningstillväxt på drygt 5 % per år framgent. Endast av den organiska tillväxten kommer bidra till en rörelsemarginalexpansion när Digital Solutions segmentet bidrar med en allt större andel av omsättningen framgent. Givet att bolaget lyckas med bättre bearbetning av klienter i Finland, i kombination med kostnadsbesparingar inom Customer Solutions, skulle det kunna få en positiv inverkan rörelsemarginalen ytterligare.

Tillväxt med förvärv

Förutsättningarna för att hitta förvärv är som tidigare nämnt mycket goda. Solteqs estimerade förvärvsutrymme är utan nytt externt kapital cirka 8-10 MEUR. Skulle ett förvärvsobjekt i denna storlek uppstå kan bolaget förvärva detta med återköpta aktier samt kassa. Apona och Pardco förvärvades till P/Sx 0,5. Givet att ett förvärv på 8 mEUR genomförs till denna värdering med en konservativ rörelsemarginal på 2 % det i ett påslag på omsättningen med 16 000 kEUR samt ett EBIT 320 kEUR. Detta skulle resultera i en omsättningstillväxt på 25 % samt en ökning av EBIT med 10 %.

Exemplet skulle självklart bidra till ökat aktieägarvärde, men visar hur viktigt det är för Solteq att förvärva verksamheter som har högre lönsamhet och som även växer organiskt. Detta blir en avgörande faktor för att Solteq ska nå sina mål och uppvärderas framgent.

Jämförande värdering

Solteq handlas jämfört med konkurrenterna till 50 % rabatt sett till EV/EBIT och EV/S. Givet skuldsättningen kombinerat med sämre marginaler är detta rimligt, men med de goda förutsättningarna för tillväxt borde skuldsättningsgraden kunna minskas med en ökad EBITDA. Givet basscenariot ovan bedömer LINC att bolaget kan leverera en Net Debt/EBITDAx 3,52, vilket ses som en ansträngd skuldsättning. Det skall däremot tydliggöras att detta inte inkluderar eventuella marginalförbättringar från effektiviseringsprogram eller förvärv. Vilket talar för att detta är ett konservativt scenario.

Slutsats

Solteq är ett bolag med lång historia, trogna kunder och starka kassaflöden. Stabiliteten och det relativt sett billiga kassaflödet i aktien begränsar nedsidan.

Bolaget har dock inte levererat som sina konkurrenter på faktorer som lönsamhet och tillväxt. Presenterade förutsättningar klagör finns goda möjligheter att förändra detta, men lyckas verksamheten inte förbättra tillväxt och lönsamhet kan ingen större förändring i värdering motiveras.

Lyckas bolaget få upp marginalerna i kombination med högre tillväxt bör en uppvärdering starkt motiveras när EV/S och EV/EBIT är hälften av konkurrenter. LINC anser därmed att aktien är köpvärd upp till kursen 1,65 EUR.

Bolag	EV/S	EV/EBIT	EBIT-marg %	FCF-marg %	Net Debt/EBITDA
Tieto	1,3	14,5	9,3	38	0,67
Acando B	1,5	14,4	9,5	5	-0,32
Know IT	0,99	12	8,3	6,8	0,53
HiQ International	2,1	16,7	12,5	7,6	-0,79
Snitt Peers	1,47	14,40	9,90	14,35	
Solteq	0,68	7,1	4,9*	13,6	4,14*

*Justerat för ej återkommande poster som avyttringen av MainIoT 2016

Strengths

- Bolaget har lång historia och starka kassaflöden. Kunderna tenderar att stanna länge hos bolaget.
- Förvärvsutrymmet är stort vilket kan bidra till tillväxt och högre lönsamhet framöver.
- Bra ägare och ledning.

Weaknesses

- Lönsamheten och organiska tillväxten begränsad.
- Hög skuldsättning kan hämma framtida tillväxt.

Opportunities

- E-handeln växer snabbt och Solteq har en stark produktportfölj att bemöta denna efterfrågan.

Threats

- Marknaden för E-handelslösningar börja mogna vilket hotar den organiska tillväxten i segmentet Digital Solutions.
- Dåliga marknadsförutsättningar för traditionella IT-system kommer kan sätta press på segmentet Customer Solutions.

Bedömning av bolaget



Värde drivare

Goda marknadsförutsättningar för E-handel globalt driver efterfrågan för Solteqs lösningar. Ny strategi för värdeskapande genom organisk tillväxt, kostnadsbesparingar samt förvärv anses attraktivt.



Quality of Earnings

Bolaget har en lång historia sedan grundandet 1982. Bolagets strategi att erbjuda en helhetslösning skapar inte bara nöjda kunder men även inläsnings effekter. Detta resulterar i konjunktur stabilitet och låg risk för kundbortfall.



Ledning & styrelse

Risk kapitalbolaget Sentica Partners är huvudägare med 26 % av kapitalet. Bland största ägare finns även Ali Saadetdin som är en av Solteqs grundare. Nya VD:n Olli Väätäinen har lång erfarenhet i flertal bolagsstyrelser vilket bäddar för optimism framöver.



Riskenivå

Bolaget har en ansträngd skuldsättning för att vara ett tillgängslätt företag. Detta kan resultera i att bolagsledningen väljer att arbeta med skuldsanering. Skulle detta ske blir förutsättningar för tillväxt negativa framgent.

Ansvarsbegränsning

Dessa analyser, dokument och all annan information som härrör från LINC Research & Analysis (LINC R&A) är framställt i informations syfte och är inte avsett att vara rådgivande. LINC är en studentorganisation och analyser eller annan information som härrör från LINC R&A ska inte betraktas som investeringsrekommendationer.

Informationen i analysen är baserad på källor, uppgifter och personer som LINC R&A bedömer som tillförlitliga, men LINC R&A kan aldrig garantera riktigheten i informationen. Den framåtblickande informationen i analysen baseras på subjektiva bedömningar om framtiden, vilka alltid är osäkra och därför bör användas försiktigt. LINC R&A kan aldrig garantera att prognoser och framåtblickande estimat kommer att bli uppfyllda. Om ett investeringsbeslut baseras på information från LINC R&A eller person med koppling till LINC R&A, så fattas dessa alltid självständigt av investeraren. LINC R&A fransäger sig därmed allt ansvar för eventuell förlust eller skada av vad slag det än må vara som grundar sig på användandet av analyser, dokument och all annan information som härrör från LINC R&A.

Intressekonflikter och opartiskhet

För att säkerställa LINC R&A's oberoende har LINC R&A inrättat interna regler, utöver detta så är alla studenter som skriver för LINC R&A skyldiga att redovisa alla eventuella intressekonflikter. Dessa har utformats för att säkerställa att Finansinspektionens föreskrifter och allmänna råd om investeringsrekommendationer riktade till allmänheten samt hantering av intressekonflikter (FFFS 2005:9) efterlevs. Material från LINC R&A ska aldrig betraktas som investeringsrekommendationer.

Om skribent har ett innehav där en intressekonflikt kan anses föreligga, redovisas detta i informationsmaterialet.

Övrigt

LINC R&A har ej mottagit betalning eller annan ersättning för att göra analysen.

Upphovsrätt

Denna analys är upphovsrättsskyddad enligt lag och är LINC R&A's egendom (© LINC R&A 2016).