

Teleste

Yhtiöraportti

11/2017

inde
res.

Edessä merkittäviä strategisia valintoja

Tietoliikenneverkkojen teknologioiden ja operaattoreiden yhdentyminen asettaa Telesten mielenkiintoiseen asemaan markkinan murroksessa. Yhtiön on valmistauduttava murrokseen ratkomalla omat palveluliiketoiminnan haasteet ja tekemällä nyt oikeita valintoja teknologioiden ja strategian suhteen. Telesten liiketoiminnoilla on hyvä asema niiden markkinoilla sekä vahva kannattavan kasvun historia, mutta vuosi 2017 ollut yhtiölle erittäin haastava. Nykyinen vahva tilauskanta antaa kuitenkin edellytykset paluulle kannattavaan kasvuun vuonna 2018.

Telesten ratkaisulla rakennetaan verkottunutta yhteiskuntaa

Teleste on kaapelioperaattoreiden verkkolaitteiden valmistaja sekä operaattoreiden palvelutoimittaja. Lisäksi yhtiö tarjoaa videovalvontaan ja matkustajainformaatioon tarvittavia sovelluksia sekä ratkaisuja lähinnä julkisen sektorin asiakkaille sekä raideliikenteeseen. Telesten eri liiketoimintojen ytimessä on videon ja datan käsittely, siirto sekä hallinta.

Teknologiamurros ravistelee verkkomarkkinoita ja Telesten liiketoimintaa

Tietoliikenneverkkojen 5G:n myötä voimistuva yhdentyminen sekä operaattoreiden konsolidoituminen painostaa myös eri verkkoteknologiota ja niiden toimittajia yhdistymään, mikä on Telesteä koskeva murros isossa kuvassa. Lisäksi kaapeliverkkojen teknologioissa siirtymä hajautettuun verkkoarkkitehtuuriin on yksi markkinan historian suurimpia muutoksia. Nämä kaksi merkittävää murrosta tulevat uudistamaan kilpailukenttää luoden Telestelle sekä uhkia että mahdollisuuksia seuraavana 5 vuoden aikana. Telesten vahva markkina-asema ja osaaminen kaapeliverkkojen teknologioissa luovat perustaa strategian onnistumiselle, mutta vielä on vaikea arvioida, kuinka hyvin yhtiö tulee murroksessa onnistumaan. Videovalvonta- ja informaatoratkaisujen liiketoimintaa nämä trendit eivät kosketa ja tällä alueella pitkän aikavälin markkinatrendit ovat Telestelle suotuisia.

2017 on tuloksellisesti menetetty väli vuosi, mutta näkyvyys käännteeseen 2018 on parantunut

Telesten vuoden 2017 tuloksen ovat pilanneet palveluliiketoiminnan ongelmat sekä heikko tilauskanta video- ja informaatoratkaisuissa. Arviomme mukaan Saksan palveluliiketoiminnan tehostamistoimenpiteet sekä ongelmallisen palvelusopimuksen uusiutuminen tuovat kuitenkin ensi vuodelle tuntuvan tulosparrannuksen. Lisäksi nykyinen ennätyskellisen vahva tilauskanta antaa luottamusta siihen, että yhtiö palaa kasvuun ensi vuonna. Pitkällä aikavälillä Telesten tuoteliiketoimintoja (verkkolaitteet, video- ja informaatoratkaisut) tukevat megatrendit ovat selkeitä ja näemme verkkotuotteiden laajentumisen Yhdysvaltoihin mielenkiintoisena optiona.

Arvostus ensi vuoteen katsottaessa maltillinen, rakennejärjestelykortti pöydällä

Telesten heikko tuloskehitys tänä vuonna on heikentänyt markkinoiden luottamusta painaen osakkeen hyväksyttävää arvostustasoa. Osakkeen arvostustasoa voidaan kuitenkin jo tukea ensi vuoden maltillisiin kertoimiin (2018e P/E 12x ja EV/EBIT 10x), koska näkyvyys ensi vuoden tulosparrannukseen on parantunut selvästi. Lisäksi näemme yhtiössä mielenkiintoisen rakennejärjestelymahdollisuuden pitkällä aikavälillä, vaikka tämä yksin ei ole peruste sijoittaa yhtiöön. Samalla muistutamme epävarmuuden olevan poikkeuksellisen korkea, koska yhtiön haasteita ei ole vielä ratkaistu ja teknologiamurroksessa onnistuminen on epävarmaa.

Analytiikot

Mikael Rautanen
+358 50 3460321
mikael.rautanen@inderes.fi



Atte Riikola
+358 44 5934500
atte.riikola@inderes.fi



Suositus ja tavoitehinta

Lisää

Edellinen: Lisää

8,20 EUR

Edellinen: 8,20 euroa



Osakekurssi: 7,63 EUR

Potentiaali: 7,5 %

Avainluvut

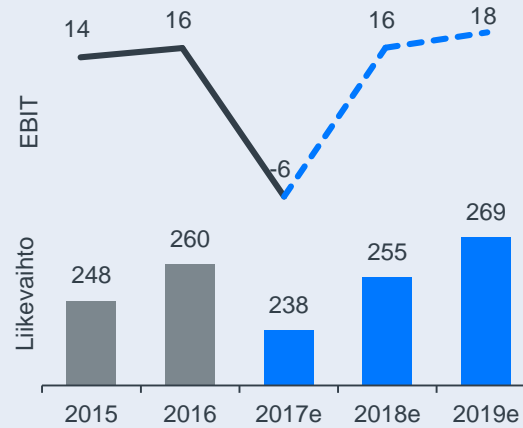
	2016	2017e	2018e
Liikevaihto	260	238	255
- kasvu-%	5 %	-8 %	7 %
Liikevoitto (EBIT)	15,6	3,5	15,7
- EBIT-%	6,0 %	1,5 %	6,1 %
Tulos ennen veroja	14,8	-6,6	15,2
Nettotulos	11,8	-7,4	12,0
EPS	0,65	0,10	0,66
Osinko	0,25	0,20	0,28
- Osinkosuhte	38 %	-49 %	42 %
P/E	13,6	74,2	11,5
P/B	1,9	1,9	1,7
P/S	0,6	0,6	0,5
EV/EBIT	11,6	43,4	9,8
EV/EBITDA	8,5	9,2	7,5
EV/Liikevaihto	0,7	0,6	0,6
Osinkotuotto-%	2,8 %	2,6 %	3,7 %

Kurssikehitys

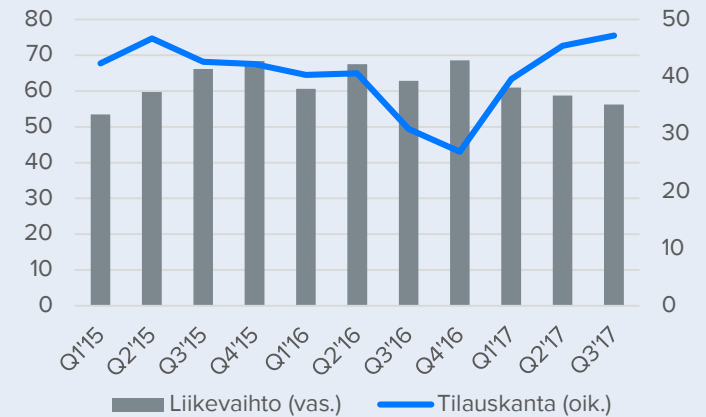


Lähde: Reuters

Liikevaihto ja liikevoitto



Liikevaihto ja tilauskanta



Arvoajurit

- Vahva markkina-asema Euroopassa verkkolaitteissa
- Selkeät megatrendit taustalla tumemassa pitkän aikavälin kasvua
- Palveluliiketoiminnan kannattavuuskäänte
- Laajentuminen USA:n markkinoilla



Riskitekijät

- Suurten toimijoiden tulo verkkolaitemarkkinoille
- Verkkolaitteiden teknologiamurros
- Palveluliiketoiminnan kannattavuuskäänte epäonnistuminen
- USA laajentumisen epäonnistuminen



Arvostus

- Arvostus kohtalainen tulosennusteen toteutuessa
- Lievästi aliarvostettu verrokkiryhmään nähden
- Tuleva teknologiamurros lisää epävarmuutta
- Potentiaalinen rakennejärjestelykohde

Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	s. 6-11
Sijoitusprofiili	s. 12-14
Markkinat	s. 15-22
Strategia	s. 23-25
Taloudellinen tilanne	s. 26-28
Ennusteet ja arvonnäyttö	s. 29-32
Taulukot	s. 33-41
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	s. 42

Teleste lyhyesti

Teleste toimii tilaajaverkkolaitteiden kehittäjänä, tuottajana ja myyjänä sekä kaapeli- ja teleoperaattoreiden verkkojen palvelutoimittajana. Yhtiö tarjoaa tämän lisäksi videovalvontaan ja matkustajainformaatioon tarvittavia sovelluksia sekä ratkaisuja lähinnä julkisen sektorin asiakkaille ja raideliikenteeseen.

1954

Perustamisvuosi

1999

Listautui pörssiin

138 MEUR Markkina-arvo
(Osakekurssi 7,63 euroa)

260 MEUR Liikevaihto 2016
(CAGR +7,5 % 2010-2016)

15,6 MEUR (EBIT-% 6,0 %)
Liikevoitto 2016

1468

Henkilöstö Q3'17
lopussa

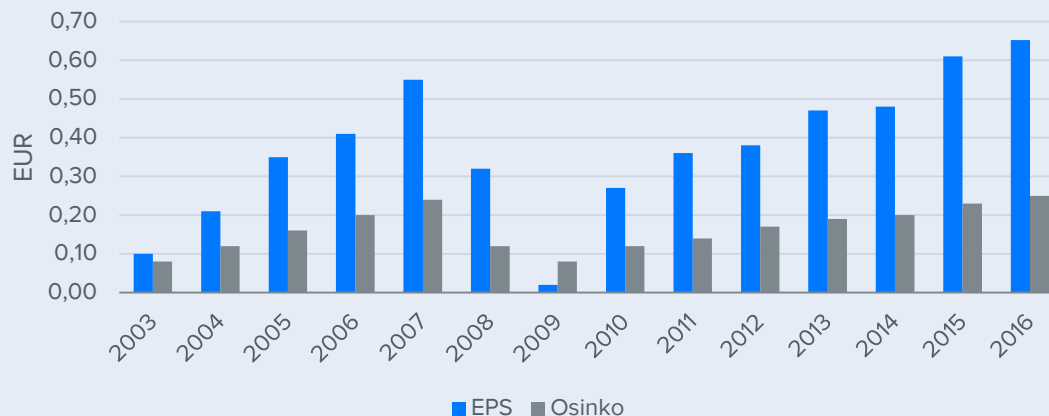
20

Eri maassa
toimipisteitä

Liikevaihto ja liikevoitto-% 2003-2016



Osakekohtainen tulos ja osinko 2003-2016



Lähde: Inderes, Teleste

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 1/4

Yhtiökuvaus

Teleste on vuonna 1954 perustettu suomalainen teknologiakonserni, joka kehittää ja tarjoaa video- ja laajakaistateknologioita sekä niihin liittyviä palveluita. Yhtiö työllisti Q3'17 lopussa 1468 henkilöä ja teki liikevaihtoa 260 MEUR vuonna 2016. Yhtiö listautui Helsingin pörssiin vuonna 1999.

Teleste toimii kaapelioperaattoreiden verkkolaitteiden kehittäjänä, tuottajana ja myyjänä sekä palvelutoimittajana kaapeli- ja teleoperaattoreiden verkoille. Yhtiö tarjoaa tämän lisäksi videovalvontaan ja matkustajainformaatioon tarvittavia sovelluksia sekä ratkaisuja lähinnä julkisen sektorin asiakkaille sekä raideliikenteeseen. Telesten eri liiketoimintojen ytimessä on videon ja datan käsittely, siirto sekä hallinta.

Telesten pääkonttori sijaitsee Turussa ja kaikkiaan yhtiöllä on toimipisteitä 20 maassa. Verkkolaitteiden tuotanto tapahtuu pääosin Suomessa ja tuotekehitystoiminnot yhtiöllä ovat pääosin Suomessa ja Puolassa.

Tilaajaverkkotuotteet kaapelioperaattoreille

Telesten tuotetarjontaan kuuluvat kaikki kaapeliverkon tilaajaverkon tuotteet videokeskuksesta kotitalouden päätelaitteeseen. Tämä osa kaapeliverkosta tunnetaan myös nimellä HFC Network (Hybrid Fibre-Coaxial), sillä siinä yhdistyy laajemmassa verkossa olevat kuitukaapelit ja kotitalouksissa olevat koaksiaalikaapelit. Yksinkertaistettuna kaapeliverkon rakennetta voi kuvata seuraavasti: 1) kaapeliverkon runkoverkosta lähtee kuitukaapeli päävahvistinasemalle (Helsingissä esimerkiksi Pasilassa on päävahvistinasema), 2)

josta lähtee kuitukaapeli loppukäyttäjän lähellä ”kentällä” oleviin nodeihin (esimerkiksi verkkolaittekaapit kaduilla), 3) näistä nodeista lähtee koaksiaalikaapelit taloihin ja asuntoihin.

Kaapelioperaattorit investoivat verkkoihinsa pystyäkseen tarjoamaan loppukäyttäjille nopeampia ja luotettavampia internetyhteyksiä, sillä verkon dataliikenteen määrä kasvaa jatkuvasti erilaisten video- ja sosiaalisen median palveluiden myötä. Telesten tilaajaverkkotuotteilla kaapelioperaattorit voivat nostaa kustannustehokkaasti verkon nopeutta päivittämällä päävahvistinaseman ja verkkolaittekaappien sisällä olevia laitteita.

Telesten tilaajaverkkolaitteiden tuotekehitys on viime vuosina keskittynyt vahvasti laitteiden päivittämiseksi DOCSIS 3.1 -standardin mukaisiksi. Kaapelioperaattorit pystyvät uuden standardin mukaisilla tuotteilla tarjoamaan 10 Gbps:n loppukäyttäjäkokeuksia, kun vanhalla DOCSIS 3.0 -standardilla nopeudet ovat maksimissaan 1 Gbps:n luokkaa. Euroopassa DOCSIS 3.1 -teknologia alkaa saavuttaa kypsää vaihetta, mutta arviomme mukaan investoinnit standardiin jatkuvat nykyisellä tasolla investointien ollessa kuitenkin syklisiä. USA:ssa puolestaan investoinnit standardiin ovat vasta käynnistymässä.

Tulevina vuosina Teleste tulee keskittymään hajautetun verkkoarkkitehtuurin kehittämiseen, joka mahdollistaa entistäkin korkeampia internetnopeuksia kaapelioperaattoreiden loppukäyttäjille. Hajautetussa verkkoarkkitehtuurissa verkkolaitteissa olevaa älykkyyttä siirretään päävahvistinasemilta kentälle lähemmäs loppukäyttäjää oleviin nodeihin, mikä tuo operaattorille tehokkuutta. Siirtyminen hajautettuun verkkoarkkitehtuuriin

on käynnistymässä ja kaapelioperaattorit pohtivat parhaillaan teknologiaavaintojaan.

Verkkopalvelut kaapelioperaattoreille

Telesten palveluliiketoiminta tarjoaa eurooppalaisille kaapeli-, laajakaista- ja teleoperaattoreille verkkosuunnittelua, dokumentointia, rakentamista, huoltoa ja asennusta. Verkkopalveluihin kuuluu myös suurten hankkeiden konsultointia, projektihallintaa ja palvelunhallintaratkaisuja. Lisäksi yhtiö tarjoaa komponenttitoimituksia, mittatilaustyönä tehtävää kokoonpanoa, integrointia, testausta ja kehittyneiden verkonvalvontakeskusten kautta tapahtuvaa verkonhallintaa. Maantieteelliset painopistealueet ovat Belgia, Suomi, Saksa, Sveitsi ja Iso-Britannia.

Video- ja informaatoratkaisut

Operaattoreita palvelevan liiketoiminnan lisäksi Teleste tarjoaa kokonaisvaltaisia videovalvonta- ja informaatoratkaisuja julkiselle sektorille, junavaunuvalmistajille ja liikenneoperaattoreille. Videovalvonnassa Telesten vahvuus ovat isot verkonhallintajärjestelmät, joissa usean kohteen kamerat, tallentimet ja työasemat on verkotettu yhdeksi yhtenäiseksi videovalvontajärjestelmäksi. Raideliikenteen asiakkaita Teleste tarjoaa julkisen liikenteen informaatiojärjestelmiä ja näyttöratkaisuja.

Telesten kuuluisin referenssikohde on Pariisin kaupunki, missä Telesten videovalvontasovelluksiin on liitetty yli 25 000 kameraa. Tällä liiketoiminta-alueella Telestellä on takanaan vahvat pitkän aikavälin megatrendit kuten kaupungistuminen ja turvallisuuden tarve, mutta asiakaskunnasta ja suurista hankkeista johtuen liiketoiminta vaatii pitkäjänteisyyttä.

Kumppanit



Komponenttitoimittajat



Jälleenmyyjät



Alihankkijat

Toiminnot

Oma
tuotanto



Tuotekehitys



Myynti



Palvelu-
liiketoiminta



Resurssit

Verkkolaitteiden
teknologiaosaaminen



Videovalvonta- ja
informaatio-
ohjelmistot



Maine
laadukkaana
toimittajana

TELESTE

Liiketoimintaidea

**Telesten ratkaisut tekevät
arkipäivästä älykkään,
turvallisen ja sujuvan.**

Telesten ratkaisut:

Tuovat video- ja
laajakaistapalvelut kotiin

Takaavat
turvallisuuden
julkisilla paikoilla

TELESTE

Opastavat
joukkoliikenteen
käytössä

Auttavat rakentamaan
ja ylläpitämään
verkottuneempaa
yhteiskuntaa

Tuotteet



Tilaajaverkkolaitteet



Kokonaisvaltaiset
videovalvonta- ja
informaatio-sovellukset



Kaapeliverkon
suunnittelu-, asennus-,
ylläpito- ja
asiantuntijapalvelut

Go-to-market



Suoramyynti (suuret
operaattorit)

Jälleenmyyjät ja
integraattorit



Yhteistyös
paikallisen
laitetoimittajan
kanssa (USA)



Asiakas- segmentit



Kaapelioperaattorit



Julkisyhteisöt



Junavaunuvalmistajat ja
raideliikenneoperaattorit



Kaapeli- ja teleoperaattorit
(Palveluliiketoiminta)

Kustannus- rakenne

1468 hlö (Q3'17)

-242 m€ (2016)



Materiaalit ja palvelut
(52,8 %)



Henkilöstökulut
(28 %)



Liiketoiminnan muut kulut
(12,6 %)

Lähde: Inderes

Tulovirrat

63 % (2016)



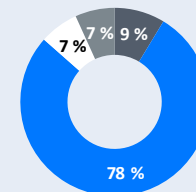
Verkkolaitteiden sekä
videovalvonta- ja
informaatio-sovellusten myynti

37 % (2016)



Palveluliiketoiminta

Liikevaihto 260 m€
EBIT 15,6 m€ (2016)



■ Pohjoismaat
■ Muu Eurooppa
■ Suomi
■ Muut maat

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 2/4

Liiketoimintamalli

Teleste on yhdistelmä laite- (Network Products), palvelu- (Network Services) ja ohjelmistoliiketoimintaa (Video Security & Information Solutions). Teleste raportoi kaksi erillistä liiketoimintayksikköä, joista ensimmäinen on Video and Broadband Solutions (VBS), johon kuuluu Network Products sekä Video Security & Information Solutions. Toinen liiketoimintayksikkö koostuu palveluliiketoiminnasta (Network Services).

Network Products kehittää, valmistaa ja myy kaapeliverkkoihin tarkoitettuja tilaajaverkkolaitteita. Network Services tuottaa verkko-operaattoreille tarkoitettua palveluliiketoimintaa, mikä tarjoaa osittain synergiaa tilaajaverkkotuotteiden liiketoimintaan, kun Teleste voi tarjota operaattoreille kokonaisvaltaisempia verkkolaite- ja palvelukokonaisuuksia. Video Security & Information Solutions kehittää ja myy videovalvontaan ja informaatoratkaisuihin käytettäviä sovelluksia, järjestelmiä ja laitteita.

Telesten liiketoiminnan perustana toimii vahva teknologiaosaaminen ja yhtiö investoi jatkuvasti VBS-segmentin tuoteliiiketoimintaan. Tuotekehityskulut kohdistuvat VBS-segmenttiin ja niiden osuus oli 6,7 % segmentin liikevaihdosta vuonna 2016. T&K-kulujen suhteellinen osuus on laskenut tasaisesti vuodesta 2009 lähtien, jolloin se oli 12,6 %. Tämä johtuu liiketoiminnan rakenteellisesta muutoksesta, sillä raideliikenteen informaatoratkaisujen T&K osuus on merkittävästi pienempi johtuen toimitusten projektiluonteesta.

Verkkolaitteita yhtiö kehittää ja valmistaa Turussa ja Kiinassa. Videovalvontaan

käytettävien ohjelmien kehitys sekä tuotanto ovat pääosin Puolassa ja informaatoratkaisujen tuotteet kehitetään ja tuotetaan pääosin Suomessa. Telesten tärkein asiakaskunta on eurooppalaiset kaapelioperaattorit ja muita suuria asiakasryhmiä ovat julkinen sektori ja junavaunuvuolamistajat.

Tilaajaverkkotuotteet kaapelioperaattoreille

Network Products -segmentti kehittää ja tuottaa pääosin kaapelioperaattoreille kehitettäviä tilaajaverkkolaitteita. Suurin osa verkkolaitteista sisältää tänä päivänä sulautettuja ohjelmistoja, joita Teleste myös kehittää. Tuotetarjontaan kuuluu kaikki kaapeliverkon tilaajaverkon tuotteet videokeskuksesta kotitalouden päätelaitteeseen. Telesten tärkeimmät tuoter ryhmät ovat tilaajaverkon aktiivi- ja passiivi-tuotteet, videokeskukset ja tilausvideoratkaisut.

Tilaajaverkkolaitteiden suunnittelu, tuotekehitys ja tuotanto tapahtuvat pääosin yhtiön Turun (Littainen) tehtaalla. Telesten tuotanto perustuu niin kutsuttuun LEAN-tuotantoon, jolla pyritään maksimoimaan tuotannon joustavuus pitämällä tuotantorakenne kevyenä. Turussa tuotetaan teknologisesti vaativimmat optiset laitteet ja vahvistimet. Nämä laitteet Teleste tuottaa make-to-order mallilla, eli Teleste alkaa tuottaa laitteita vasta kun asiakkaalta on saatu tilaus. Näin yhtiö välttää turhan tuotannon varastoon. Tilaajaverkkotuotteissa laitteiden teknologiset ominaisuudet vaihtelevat asiakas- ja maakohtaisesti, jonka takia on loogista, että tuotekehitys ja tuotanto ovat saman katon alla Suomessa, jolloin tuotteet saadaan nopeammin suunnittelupöydältä tuotantolinjalle ja edelleen asiakkaalle. Siten Turun tehdas on hyvin kilpailukykyinen halpatuotantoa vastaan. Massavolyymituotteet ja vähemmän teknologiaosaamista vaativat tuotteet Teleste

tuottaa alihankintana tai Kiinan tehtaallaan.

Telesten verkkolaitteiden asiakkaina ovat kaikki Euroopan suurimmat kaapelioperaattorit, joille Teleste toimittaa tuotteensa suoraan. Pienille ja keskisuurille operaattoreille Keski- ja Itä-Euroopassa Teleste toimittaa tuotteitaan jälleenmyyjien kautta. Verkkolaitteisiin kuuluvia videokeskuksia Teleste toimittaa globaalisti operaattoreille ja hospitality-segmenttiin.

Euroopan kaapeliverkkojen laitemarkkinoilla kilpailu on kovaa, mutta teknologian asettamat vaatimukset ja sen nopea kehittyminen asettavat korkean alalle tulon kynnyksen. Tilaajaverkkojen laitetuottajista Telesten suurimmat kilpailijat ovat Vector, Technetix, Arris ja Cisco. Euroopan markkinan kovimmat kilpailijat Technetix ja Vector ovat Telesteä pienempiä toimijoita. Arris ja Cisco ovat kokoluokaltaan huomattavasti Telesteä suurempia, mutta niiden päämarkkina-alue on USA, minne Teleste on parasta aikaa laajentumassa. Myös suuret verkkolaitevalmistajat kuten Nokia ja Huawei ovat laajentumassa kaapelimarkkinalle.

Tilaajaverkkolaitteissa esiintyy toimialalle tavanomaista voimakasta hintaeroosiota, mitä vahvistaa Telesten asiakaskunnan konsolidaatio. Hintaeroosio luo painetta yhtiön marginaaleihin, mikä rasittaa tulosta. Volyyymikasvu on monesti paras tai ainoa keino taistella hintaeroosiota vastaan. Tilaajaverkkotuotteissa yhtiö onnistui hyvin DOCSIS 3.1.-teknologian tuotekehityksessä ja markkina-ajoituksessa, mikä on tukenut yhtiön marginaaleja viime vuosina. Kilpailu on kuitenkin kiristymässä DOCSIS 3.1.-teknologian kypsyessä. Volyyymikasvua ja marginaaleja voidaan tulevina vuosina tukea Yhdysvaltoihin laajentumisella sekä uusilla teknologioilla.

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 4/4

Videovalvontasovellukset ovat hyvin niche-alue ja Telestellä on useita pienempiä kilpailijoita. Pahimpia kilpailijoita ovat kanadalainen Genetec ja Canonin omistama Milestone. Kokonaisvaltaisissa tilannekuvajärjestelmissä Teleste kilpailee suurten IT-integraattoreiden, kuten Tiedon kanssa.

Video- ja informaatoritkaisuus -segmentin painottuessa ohjelmistoliiketoimintaan on segmentin skaalautuvuus hyvää, mutta tällä hetkellä yksikön volyymit eivät arviomme mukaan ole riittävän korkeita vahvaan kannattavuuteen.

Raportointiyksiköt

Telesten liikevaihto oli 260 MEUR ja liikevoitto 15,6 MEUR (EBIT-% 6 %) vuonna 2016. Video and Broadband Solutions -yksikön osuus liikevaihdosta oli viime vuonna 63 % ja Network Services -yksikön 37 %. Yhtiön päämarkkina-alue on Eurooppa ja liikevaihdosta 93 % tuli viennistä.

Telesten historiallinen kehitys on ollut 2010-luvulla vakuuttavaa. Yhtiön liikevaihto on kasvanut keskimäärin 7,5 % vuosittain 168

MEUR:sta 260 MEUR:oon vuosien 2010-2016 välillä. Telesten osakekohtainen tulos on samaan aikaan kasvanut keskimäärin lähes 16 % vuodessa 0,27 eurosta 0,65 euroon. Osakekohtainen osinko on noussut 0,14 eurosta 0,25 euroon (osingonjakosuhte 40-50 %). Yhtiön vuosia kestänyt vahva track-record kasvusta ja kannattavuudesta katkeaa kuitenkin tänä vuonna johtuen useista samanaikaisista haasteista eri yksiköissä.

Video and Broadband Solutions

Video and Broadband Solutions -yksikössä suurin osa liikevaihdosta tulee arviomme mukaan tilaajaverkkolaitteista. Video- ja informaatoritkaisuissa liikevaihto on syklisempää ja riippuu suurista projekteista.

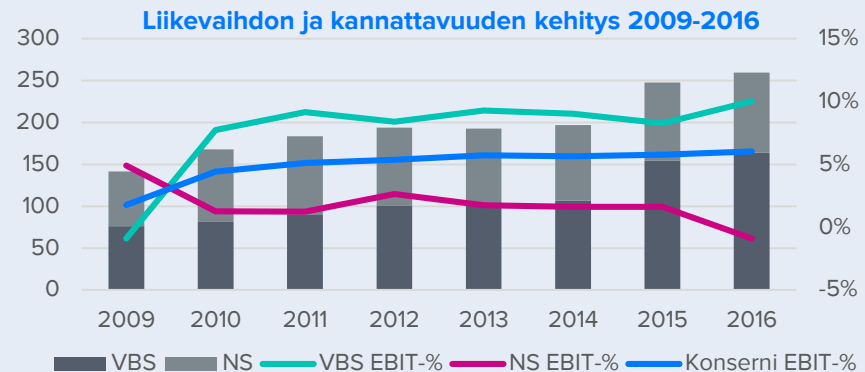
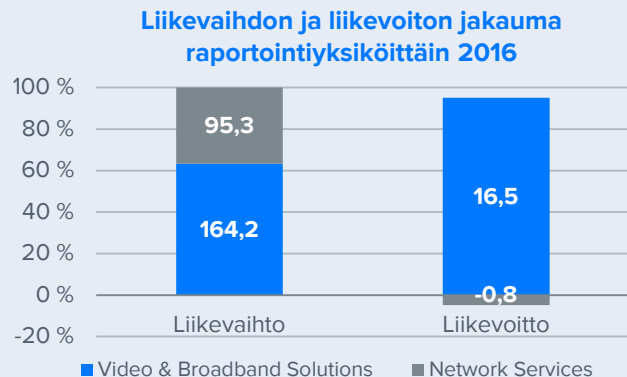
Video and Broadband Solutions -yksikön liikevaihto oli 164 MEUR ja liikevoitto 16,5 MEUR vuonna 2016. VBS:n vuosittainen liikevaihdon kasvu on ollut keskimäärin noin 12 % vuosina 2010-2016. Kasvu on vauhdittanut vuonna 2015 tehty Mitron-yrityskauppa. Liikevoittomarginaali on samalla ajalla ollut noin 8-10 %:n tasolla. VBS-yksikkö teki viime vuonna konsernin koko

liikevoiton, sillä toinen liiketoimintayksikkö oli tappiollinen. Segmentissä työskenteli vuoden 2016 lopussa 49 % Telesten henkilöstöstä (747 henkilöä).

Network Services

Network Services -liiketoimintayksikön liikevaihto oli 95 MEUR ja liiketappio 0,8 MEUR vuonna 2016 ja sen osuus konsernin liikevaihdosta oli 37 %. Liiketoimintayksikössä työskenteli vuoden 2016 lopussa 51 % Telesten henkilöstöstä, eli noin 767 henkilöä.

Liiketoimintayksikön keskimääräinen vuosittainen kasvu on ollut noin 2 % vuosina 2010-2016 ja liikevoittomarginaali on vaihdellut vuoteen 2015 asti heikolla 1-2 %:n välillä. Vuonna 2016 liikevoitto painui tappiolle pääosin Saksan palveluliiketoiminnan ongelmien vuoksi. Saksan haasteiden ratkaisu on ollut odotettua vaikeampaa ja yhtiö joutui tekemään heinäkuussa 2017 7,7 MEUR:n alaskirjauksen ja 1,6 MEUR:n uudelleenjärjestelyvarauksen liittyen Saksan palveluliiketoiminnan negatiiviseen kannattavuuskehitykseen.



Liiketoimintamalli

Tuotteet



Verkkosuunnittelua, asennus-, ylläpito- ja asiantuntijapalveluita

Tuotanto ja tuotekehitys



Arviolta 2/3 liikevaihdosta Saksasta yhdeltä asiakkaalta

Asiakkaat

Kaapeli-, laajakaista- ja teleoperaattorit



Raportointiyksiköt

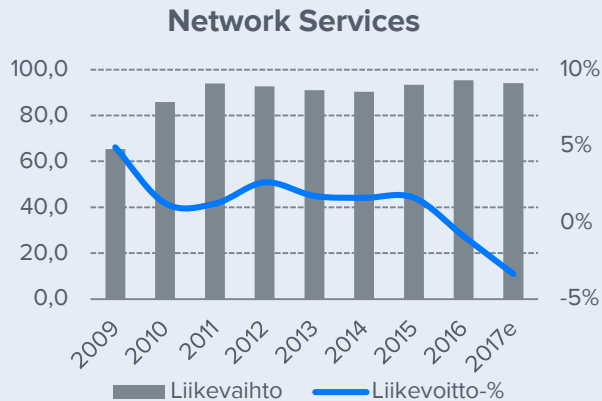
Liikevaihto 2017e

Oik. EBIT-% 2017e

Network Services

94 MEUR

-3,4 %



Verkkolaitteet



Tilajaverkon aktiivi- ja passiivituotteet, videokeskukset ja tilausvideoratkaisut. Nopeita toimituksia ja lyhyt tilauskanta.



Valtaosa tuotekehityksestä ja tuotannosta Turussa



Massavolyymituotteet alihankintana Kiinasta

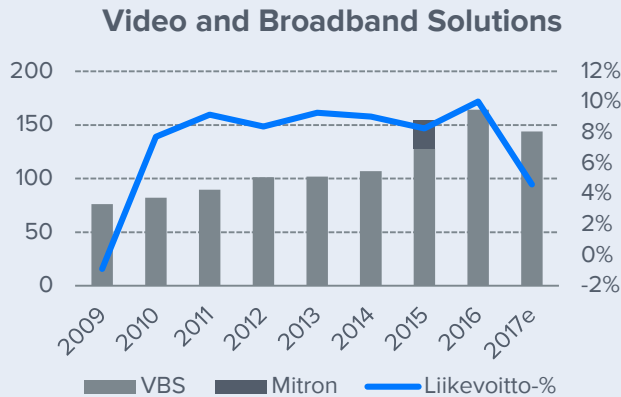


Kaikki suurimmat kaapelioperaattorit

Video and Broadband Solutions

144 MEUR

4,6 %



Video- ja informaatoratkaisut



Kokonaisvaltaiset videovalvonta- ja informaatio-ovellukset. Suuret projektit ja pitkä tilauskanta.



Videovalvonnan ohjelmistot ja hallintajärjestelmät



Informaatiojärjestelmät ja laitteet



Julkinen sektori, junavaunuvalmistajat sekä raide- ja kaupunkiliikenneoperaattorit



Sijoitusprofiili 1/2

Vahva track-record, mutta 2017 on välivuosi

Hyvän historiallisen kehityksen jälkeen vuosi 2017 on jäämässä Telestelle välivuodeksi monessa mielessä, kun yhtiöllä on kaikilla kolmella liiketoiminta-alueella negatiivisia kannattavuusajureita.

Tilaajaverkkotuotteissa laajentuminen Yhdysvaltoihin on kasvattanut kuluja ja uusi DOCSIS 3.1 -tuotetarjonta on saavuttamassa Euroopassa elinkaarensa vaihetta, jossa sen marginaaleja ja kasvua tukeva vaikutus kääntyy. Lisäksi kaapelioperaattoreiden investointeja osittain jarrutelee valmistautuminen hajautettuun verkkoarkkitehtuuriin. Videovalvonta- ja informaatoratkaisuissa vuoden 2016 lopun heikko tilauskanta heijastuu alhaisena liikevaihtona tänä vuonna ja asiakkaiden päätöksenteko suurissa kaupoissa on hidasta. Palveluliiketoiminnassa Saksan vaikeuksien ratkominen pilaa tämän vuoden tuloksen, millä on merkittävä vaikutus konsernitason tulokseen.

Keskipitkällä aikavälillä Teosten näkymät ovat yhä hyvät. Kaapeliverkko-operaattoreiden kilpailukyky on hyvä ja niiden tarve investoida kapasiteettiin jatkuu. Investoinnit ja teknologiat kulkevat kuitenkin sykleissä, mikä tuo heilahtelua kysyntään. Videovalvonta- ja informaatoratkaisuissa saadut tilaukset ovat kasvaneet Q3'17 loppuun mennessä selvästi viime vuotta korkeammiksi, mutta toimitukset painottuvat seuraaville vuosille. Palveluliiketoiminnassa markkinanäkymä on vakaa, mutta Teosten oma tehokkuus ei ole riittävän hyvällä tasolla lähinnä Saksan yhtiössä.

Olemme tiivistäneet Teosten vahvuudet, heikkoudet, mahdollisuudet ja riskit seuraavasti:

Vahvuudet

- **Markkinoiden laajin DOCSIS 3.1-tuoteportfolio:** Teeste on viime vuosina panostanut huomattavasti tilaajaverkkolaitteiden tuotekehitykseen. Telestellä on vahva DOCSIS 3.1-standardin mukaisten verkkolaitteiden tuoteportfolio, mikä on tukenut kasvua viime vuosina.
- **Vahva markkina-asema Euroopassa HFC-segmentissä:** Teeste on kaapelioperaattoreiden verkkolaitteissa Euroopan markkinajohtaja ja sen osuus Euroopan markkinalla on arviomme mukaan noin kolmannes. Yhtiö saa selkeää kilpailuetua yhtiön kehittämistä teknologioista ja siitä, että kaapeliverkkojen laitteiden markkina Euroopassa on hyvin hajautunut ja standardoimaton.
- **Videovalvonta- ja informaatoratkaisut** ovat mielestämme yhtiön kiinnostavimpia liiketoimintoja ja arviomme mukaan hyvin kannattavia. Molempien markkinoiden kasvua tukevat vahvat megatrendit. Nämä segmentit ovat suhteessa Teosten liikevaihtoon kuitenkin vielä pieniä, mutta onnistunut kasvu näissä segmenteissä nostaisi arviomme mukaan hyvän kannattavuuden takia yhtiön tulosta ripeästi.

Heikkoudet

- **Hintaeroosio tilaajaverkkolaitteissa** luo painetta yhtiön marginaaleihin, mikä rasittaa tulosta. Volyymikasvu on monesti paras tai ainoa tapa taistella hintaeroosiota vastaan.
- **Palveluliiketoiminnan kannattavuus** on mielestämme aivan liian matala. Liikevoitto-%

on historiallisesti ollut 1-2 %:n tasolla painuen negatiiviseksi vuonna 2016.

Palveluliiketoiminnan potentiaalinen kannattavuus on mielestämme 5-10 %:n välillä. Segmentin heikko kannattavuus heikentää koko konsernin kannattavuutta.

- **Asiakaskunnan konsolidoituminen** Telestelle tärkeällä Euroopan kaapelioperaattorimarkkinalla on tehnyt Teosten asiakkaista suurempia, mikä heikentää Teosten hinnoitteluvoimaa.
- **Videovalvontaratkaisujen uusiasiaksmyynti** on ollut tämän liiketoiminnan kasvun haasteena. Nykyinen liiketoiminta on hyvin riippuvainen olemassa olevasta, mutta vahvasta asiakaskunnasta.

Mahdollisuudet

- **Laajentuminen Yhdysvaltoihin** tarjoaa Telestelle kasvumahdollisuuksia, sillä markkinalla kaapelioperaattorit ovat siirtymässä DOCSIS 3.1-standardiin ja Teosten tuotteiden pitäisi olla hyvin kilpailukykyisiä. Kasvua USA:sta Teeste lähtee tavoittelemaan yhdysvaltalaisen kaapelioperaattorien teknologiatoimittaja Antronixin kanssa perustetun yhteisyrityksen kautta.
- **Siirtymä arvoketjussa ylöspäin VSI-segmentissä.** Teeste panostaa tuotekehityksessään kokonaisvaltaisiin tilannekuvajärjestelmiin, joissa useita turvajärjestelmiä linkitetään yhteen luoden kriittisen järjestelmätoimittajan aseman asiakkaissa. Onnistuminen tässä tukisi segmentin kannattavuutta ja kasvua.

Sijoitusprofiili 2/2

- **Vahva tase** mahdollistaa Telestelle yritysjärjestelyt tilaisuuden tullessa. Yhtiön omavaraisuusaste oli Q3'17 lopussa 48 % ja nettovelkaantumisaste 25 %. Konsolidaatiokehitys on ollut voimakasta verkkoinfrastruktuurin toimittajien keskuudessa eikä ole poissuljettua, että Teleste kasvaisi myös itse yritysostoin kaapelimarkkinalla. Lisäksi Videovalvonta- ja informaatiotarkkaisuissa on useampia pieniä toimijoita, joita ostamalla Teleste voisi vauhdittaa kasvuaan. Esimerkiksi lokakuun lopussa Teleste tiedotti ostaneensa pienen matkustajainformaatiotarkkaisuja tarjoavan yrityksen Saksasta.
- **Palveluliiketoiminnan kannattavuuden nostaminen** on lyhyellä aikavälillä yhtiön omistaja-arvon luomisessa keskeisessä roolissa. Vodafone Kabel Deutschlandin kolmivuotinen sopimus (50-60 MEUR/v) on päättyvässä tämän vuoden lopussa ja Teleste kertoi Q3'17-raportissa neuvottelevansa parhaillaan sopimuksen jatkosta. Arviomme mukaan kyseinen asiakkuus tekee noin 5 MEUR:n liiketappion tälle vuodelle (ilman alaskirjausta). Oletamme, että Teleste saa uusien sopimusneuvottelujen sekä toteutettavien tehostamistoimien myötä asiakkuuden vähintään nollatulokseen ensi vuonna. Siten olemme luottavaisia, että Saksan käänne antaa yhtiölle ensi vuonna merkittävän tulosparannusvaikutuksen vuoteen 2017 verrattuna.
- **Telesten osakkeessa on selkeä yritysjärjestelykortti.** Verkkoteknologioiden yhdentyminen sekä operaattoreiden konsolidoituminen luovat kiihtyvää

konsolidaatiopainetta sektorilla. Pidämme mahdollisena, että suurempi kilpailija kuten esimerkiksi Arris voisi olla kiinnostunut Teosten operaattoreita palvelevasta liiketoiminnasta. Myös Nokia on Gainspeed-yrityksoston kautta laajentunut palvelemaan kaapelioperaattoreita ja sen tavoitteena on nousta kaapeliverkoissa markkinan kolmanneksi suurimmaksi toimijaksi 2021 mennessä. Teosten nykyinen rakenne kokonaisuutena ei todennäköisesti kiinnosta yksittäistä ostajaa, mutta yhtiön rakenteen pilkkominen on mielestämme realistinen mahdollisuus.

Riskit

- **Suurten toimijoiden tulo Teosten markkinoille** voisi kiristää kilpailua entisestään. Näitä kilpailijoita ovat esimerkiksi Arris, Nokia, Huawei ja Ericsson. Huawei esimerkiksi tekee tanskalaisen TDC:n koko kaapeliverkon uudistuksen siten, että Teleste toimii yhtenä hankkeen toimittajana. Teleste ei ole kilpailukykyinen suurimmissa projekteissa, joissa toimitetaan laajoja verkkoratkaisuja ja -palveluita kokonaistoimituksina. Suuret kilpailijat voivat polkea hintoja alas tai asettaa Teosten heikompaan asemaan arvoketjussa, mikäli tulevaisuudessa kaapelioperaattorit ostavat verkkoja ja palveluita laajoina kokonaistoimituksina suurilta verkkoinfrastruktuurin toimittajilta.
- **Palveluliiketoiminnan kannattavuuskäänne epäonnistuminen:** Teosten Q2'17-raportin mukaan Saksan palveluliiketoiminnan kannattavuuden parannusohjelman eteneminen on viivästynyt

alkuperäisestä aikataulusta, mikä lisää epävarmuutta tuloskäänne onnistumisesta. Lisäksi neuvottelut Vodafone Kabel Deutschlandin sopimuksesta ovat vielä kesken ja Teleste on tiukoilla ison asiakkaan kanssa neuvotellessa. Palveluliiketoiminnan käänne epäonnistuminen rasittaisi tulosta myös tulevina vuosina, eikä vuosi 2017 jäisi ainoaksi välivuodeksi.

- **Yhdysvaltoihin laajentumisen epäonnistuminen** heikentäisi Teosten pitkän aikavälin kasvunäkymiä. Teleste on tehnyt merkittäviä tuotekehityspanostuksia tilaajaverkkolaitteiden kehittämiseksi Yhdysvaltojen markkinoille sopiviksi. Teosten pitkään suunnittelema USA:n laajentuminen etenee nyt Antronix-yhteistyön kautta, mistä liikevaihtoa on odotettavissa ensi vuonna ja selkeämpää kasvua 2019 alkaen. Uudelle markkina-alueelle laajentumiseen liittyy aina riskejä, eikä kasvu välttämättä toteudu suunnitelmien mukaan.
- **Verkkolaitteiden teknologiamurros** on yksi keskeisimpiä pitkän aikavälin riskejä. Tulevina vuosina kaapelioperaattoreiden siirtymä hajautetun verkkoarkkitehtuurin ratkaisuihin tulee muuttamaan verkkolaitetoimittajien markkinaa ja voi johtaa muutoksiin kilpailuasemissa. Telestelle teknologiamurros luo uhkia ja mahdollisuuksia. Teosten onnistuminen uuden sukupolven teknologiassa on vielä epävarmaa ja se lisää epävarmuutta yhtiön pitkän aikavälin tarinaa kohtaan.

Sijoitusprofiili



Potentiaali

- **Palveluliiketoiminnan kannattavuuskäänte**
- **Laajentuminen Yhdysvaltoihin**
- **Onnistunut siirtyminen tilannekuvajärjestelmiin VSI-segmentissä**
- **Mahdollinen yritysjärjestelykohde**

Riskit

- **Suurten toimijoiden alalle tulo**
- **Telesten onnistuminen verkkolaitteiden teknologiamurroksessa**
- **Palveluliiketoiminnan tappiollisuuden jatkuminen**
- **Yhdysvaltoihin laajentumisen epäonnistuminen**

Markkinat 1/5

Tilaajaverkkotuotteet

Euroopan kaapeliverkkomarkkina vaihtelee maakohtaisesti eikä yhtenäistä eurooppalaista markkinaa ole olemassa. Eri maiden kaapeliverkot on rakennettu eri aikoihin ja erilaisilla teknisillä ratkaisuilla. Tästä johtuen verkkolaitetuotteissa on paljon erilaista maakohtaista tarjontaa. Esimerkiksi Suomen ja Saksan kaapeliverkkoihin asennettavat vahvistimet voivat teknologialtaan olla hyvin eriäviä, joten standardituotteita on vaikea kehittää. Telestelle Euroopan markkinan asiakkaiden edellyttämät lyhyet, räätälöidyt tuotesarjat ovat hyviä, sillä se pystyy kilpailemaan niissä paremmin kuin massavolyymituotteissa.

Telesten asiakaskunta verkkolaitemarkkinoilla on laaja. Yhtiöllä on vahvat siteet kaikkiin Euroopan suurimpiin kaapeliverkko-operaattoreihin, jonka lisäksi yhtiön asiakaskuntaan kuuluu myös keskisuuria ja pieniä kaapelioperaattoreita. Euroopan suurimpiin kaapelioperaattoreihin ja Telesten asiakkaisiin kuuluvat muun muassa Liberty Global, Altice ja Vodafone.

Markkinan koko

Euroopassa on arviolta noin 164 miljoonaa laajakaistakäyttäjää, joista noin 68 % käyttää DSL-teknologioita, 13 % muita kuitupohjaisia teknologioita ja 19 % kaapeliteknologioita. Euroopan kaapelioperaattorit ovat jatkuvasti pystyneet kasvattamaan asiakasmääränsä vuodesta 2004 lähtien ja kaapelioperaattorit ovat onnistuneet ottamaan markkinaosuutta tele- ja mobiilioperaattoreilta.

Euroopan tilaajaverkkolaitemarkkina on Telesten tärkein markkinasegmentti ja yhtiöllä on vahva markkina-asema kyseisellä markkinalla. Yhtiön arvion mukaan markkinan koko on noin 300 MEUR ja sen odotetaan kasvavan keskimäärin noin 6 %:n vuosivauhtia. Vuonna 2017 markkinan arvioidaan kuitenkin olevan vakaa. Telesten markkinaosuus Euroopassa on noin kolmasosa koko markkinasta, joten markkinaosuuden kasvattaminen nykyiseltä korkealta tasolta on haasteellista tulevina vuosina.

Lähivuosina Teleste hakee verkkotuotteissa kasvua laajentamalla Yhdysvaltojen markkinoille. Yhtiö arvioi, että Yhdysvaltojen markkinan koko on noin kolminkertainen verrattuna Eurooppaan ja se kasvaa ainakin 10 %:n vuosivauhtia. Teleste ei kuitenkaan lähde suoraan USA:n markkinoille koko tuoteportfoliollaan rajallisista tuotekehitysresursseista johtuen. Yhtiö keskittyy aluksi tarjoamaan kuituratkaisuja, kuitunodeja sekä hajautetun verkkoarkkitehtuurin nodeja, jolloin potentiaalisen markkinan koko on arviolta noin 300 MEUR, eli yhtä suuri kuin Telesten Euroopan kohdemarkkina.

Markkinatrendit

Verkkolaitemarkkinan kasvua tukee jatkuva datamäärän kasvu. Ennusteiden mukaan datamäärän käyttö internetissä kasvaa vuosittain noin 40-60 %, mikä asettaa vaatimuksia internetyhteyksien nopeuksille ja verkon laadulle. Kaapelioperaattoreiden on jatkuvasti investoitava kapasiteetin ja nopeuden kasvattamiseen, jotta ne pystyvät kilpailemaan tele- ja mobiilioperaattoreita vastaan sekä vastaamaan kasvavaan verkkojensa kuormitukseen. Tämä tarkoittaa myös sitä, että

teknologia kehittyä jatkuvasti ja laitetoimittajien kuten Telesten, on pysyttävä mukana tuotekehityksessä sekä kyettävä ennakoimaan tuotekehityksessään tulevia trendejä.

Kaapelioperaattoreiden markkinalla seuraava merkittävä teknologiamurros on siirtymä hajautettuun verkkoarkkitehtuuriin ja tämän markkinan arvioidaan kasvavan voimakkaasti, kun käyttöönnotot alkavat. Nokia arvioi hajautetun verkkoarkkitehtuurin markkinan arvon ylittävän 2 mrd. dollaria vuonna 2021. Telesten liiketoiminnan kannalta hajautettuun verkkoarkkitehtuuriin siirtymisellä on positiivisia ja negatiivisia vaikutuksia. Esimerkiksi Telestelle hyvin kannattavien päävahvistinaseman optisten lähettimien kysyntä laskee tässä tilanteessa, koska investointeja päävahvistinasemaan vähennetään muun muassa tilanpuutteen takia. Toisaalta hajautetussa verkkoarkkitehtuurissa verkkolaitteissa olevaa älykkyyttä siirretään päävahvistinasemilta kentälle lähemmäs loppukäyttäjiä oleviin nodeihin, mikä tarjoaa Telestelle kasvumahdollisuuksia muilla tuotealueilla.

Verkkolaittevalmistajat kehittävät parhaillaan omia hajautetun verkkoarkkitehtuurin teknologioita ja operaattorit pohtivat teknologiaavalintojaan myös hajautetun verkkoarkkitehtuurin sisällä. Kaapelioperaattoreiden välillä on ollut kahtiajakoa kahden erilaisen hajautetun verkkoarkkitehtuurin teknologiaratkaisun välillä (Remote PHY ja Remote MACPHY). Nokia kertoi hetki sitten kehittäneensä virtualisoidun hajautetun verkkoarkkitehtuurin ratkaisun, joka on helposti muunneltavissa operaattorin teknologiaavalinnan mukaiseksi.

Markkinat 2/5

Nokian hybridiratkaisu vaikuttaa joustavalta ja edistykselliseltä, ja sillä on jo asiakasreferenssejä. Teknologioiden ja tuotteiden kirjon takia kilpailu ei kuitenkaan ole täysin mustavalkoista, vaan laitetoimittajat tekevät paljon myös yhteistyötä toimituksissa ja teknologioiden yhteensopivuuden eteen. Nokiasta voi muodostua Telestelle relevantti kilpailija ja toisaalta myös teknologiakumppani hajautettuun verkkokaarkkitehtuuriin siirryttäessä.

Euroopan verkkomarkkinoilla on viime vuosina tapahtunut suuria yritysjärjestelyitä ja asiakaskunnan konsolidaatio on ollut hyvin voimakasta. Trendinä on ollut kaapeli-kaapeli operaattoreiden yrityskaupat, joissa logiikkana on toiminut skaalaetujen hankkiminen. Esimerkki tämän tyypin kaupasta on Liberty Globalin Ziggo-yritysosto vuonna 2014, jonka arvo oli 10 miljardia dollaria. Markkinalla on myös nähty kaapeli-mobiili yritysjärjestelyitä, kun operaattorit haluavat laajentaa tuoteportfolioitaan. Näissä kaupoissa logiikkana on yleensä toiminut suurempi koko ja kilpailukykyisempi tuotetarjonta (esim. liikkuva laajakaista + kiinteä laajakaista + maksutelevisio). Yhdysvaltalaiset kaapelioperaattorit eivät ole näyttäneet kovin paljon kiinnostusta Euroopan markkinoista, mutta eurooppalainen Altice on tehnyt suuria yritysostoja Yhdysvalloissa. Vuonna 2015 Altice osti yhdysvaltalaiset kaapelioperaattorit Suddenlinkin 9,1 miljardilla dollarilla ja Cablevisionin 18 miljardilla dollarilla.

Telesten kaapelioperaattoreiden asiakaskunnan konsolidoituminen synnyttää entistä suurempia asiakkaita. Suuremmilla asiakkailla ostovoima vahvistuu, kun osto-osastoista tulee ammattimaisempia ja volyymit kasvavat. Tämä yhdessä kireän kilpailun kanssa johtaa

voimistuvaan hintaeroosioon markkinalla.

Yksi pitkän tähtäimen trendi ja uhkatekijä Telesten verkkolaiteliiketoiminnalle on myös tietoliikenneverkkojen virtualisoituminen, mikä voi kiihdyttää laitteiden hintaeroosiota ja vähentää operaattoreiden tarvetta erillisille verkkolaitteille. Virtualisoinnin myötä tietoliikenneverkkojen toimintoja voidaan ajaa ohjelmistoilla standardilaitteistoilla. Tällöin verkkojen älykkyys ja arvo siirtyvät laitteista ohjelmistokerrokseen, mikä voi heikentää Telesten asemaa arvoketjussa.

Kilpailu kaapeliverkkojen teknologioissa

Euroopan verkkolaitemarkkinoilla kilpailu on kovaa, mutta teknologian asettamat vaatimukset ja sen nopea kehittyminen asettavat korkean markkinalle tulon kynnyksen. Verkkolaitteet ovat usein maa- tai asiakaskohtaisesti räätälöityjä, joten aasialaisia massavolyymituottajia ei kilpailukentällä varsinaisesti ole. Passiivituotteissa, missä teknologinen konfigurointi on matala, löytyy enemmän kilpailijoita. Tilaajaverkkojen laitetuottajat ja Telesten suurimmat kilpailijat ovat Vector, Technetix, Arris, Cisco ja Wisi. Näistä Technetix ja Vector ovat Euroopassa tällä hetkellä Telesten kovimpia kilpailijoita, mutta kokoluokaltaan Telesteä pienempiä. Lisäksi saksalainen perheyritys Wisi on viime vuosina saanut jalansijaa Euroopassa.

Arris ja Cisco ovat kokoluokaltaan huomattavasti Telesteä suurempia, mutta niiden päämarkkina-alue on Yhdysvallat, jonne Teleste on parasta aikaa laajentumassa. Arrisilla on tällä hetkellä dominoiva markkina-asema USA:ssa. Myös Nokia laajeni kaapelioperaattoreiden markkinaan viime vuonna ostamalla

yhdysvaltalaisen Gainspeed-yhtiön, joka on erikoistunut hajautetun verkkoarkkitehtuurin ratkaisuihin. Nokia ja Teleste eivät käsityksemme mukaan ole aiemmin kohdanneet suoraan kilpailussa, mutta arviomme mukaan kaapelioperaattoreiden siirtyä hajautetun verkkoarkkitehtuurin ratkaisuihin tekee yhtiöistä läheisempiä kilpailijoita etenkin Yhdysvalloissa.

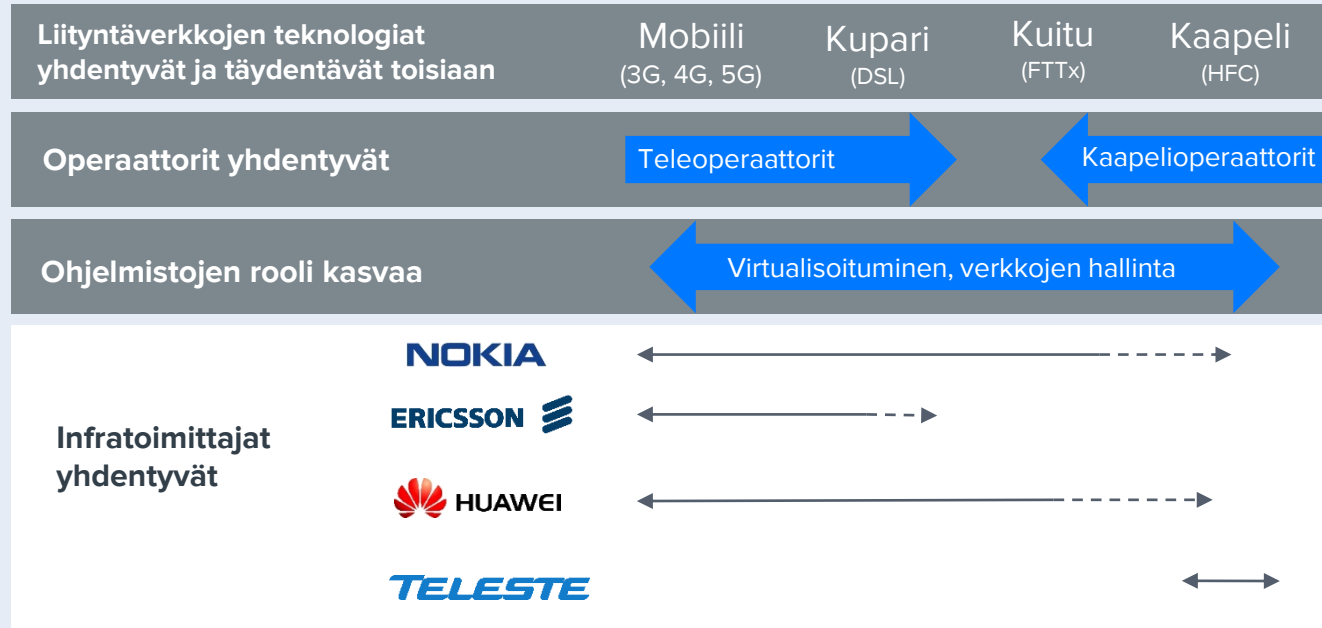
Kilpailu verkkoteknologioiden yhdentyessä

Useita vuosia sitten kiinteän verkon tulevaisuutta kyseenalaistettiin johtuen mobiiliverkkojen noususta. Todellisuudessa kiinteän verkon teknologioiden merkitys on vain kasvanut ja tulee kasvamaan 5G:n myötä. Maailma muuttuu mobiiliksi, mutta samalla tulevaisuuden langattomat verkot tarvitsevat taustalle entistä vahvemman kiinteän verkon toimiakseen. Eri verkkoteknologiat siis täydentävät toisiaan sen sijaan, että ne kilpailisivat keskenään. Tulevaisuuden verkossa on käytettävissä samat resurssit riippumatta teknologiasta, jolla käyttäjä liittyy verkkoon. 5G:hen siirryttäessä trendi Telesten näkökulmasta kiihtyy, kun kaapeliverkkoa voidaan käyttää 5G-radioverkon runkoverkkona.

Rajanveto mobiiliverkkojen ja kiinteiden laajakaistaverkkojen välillä siis hämärtyy. Operaattoreille tämä tarkoittaa sitä, että niiden pitää kattaa eri verkkoteknologiat, mikä on johtanut konsolidaatioon operaattoreissa. Kaapelioperaattorit ovat fuusioituneet teleoperaattoreiden kanssa ja teleoperaattorit ovat fuusioituneet mobiilioperaattoreiden kanssa. Verkkoinfran toimittajille (kuten Nokia) tämä on tarkoittanut sitä, että niillä tulee löytyä osaamista yhä useampiin eri verkkoteknologioihin.

Iso kuva: tietoliikenneverkkojen yhdentymisen murros

Tietoliikenneverkkojen teknologiat yhdentyvät pitkällä aikavälillä



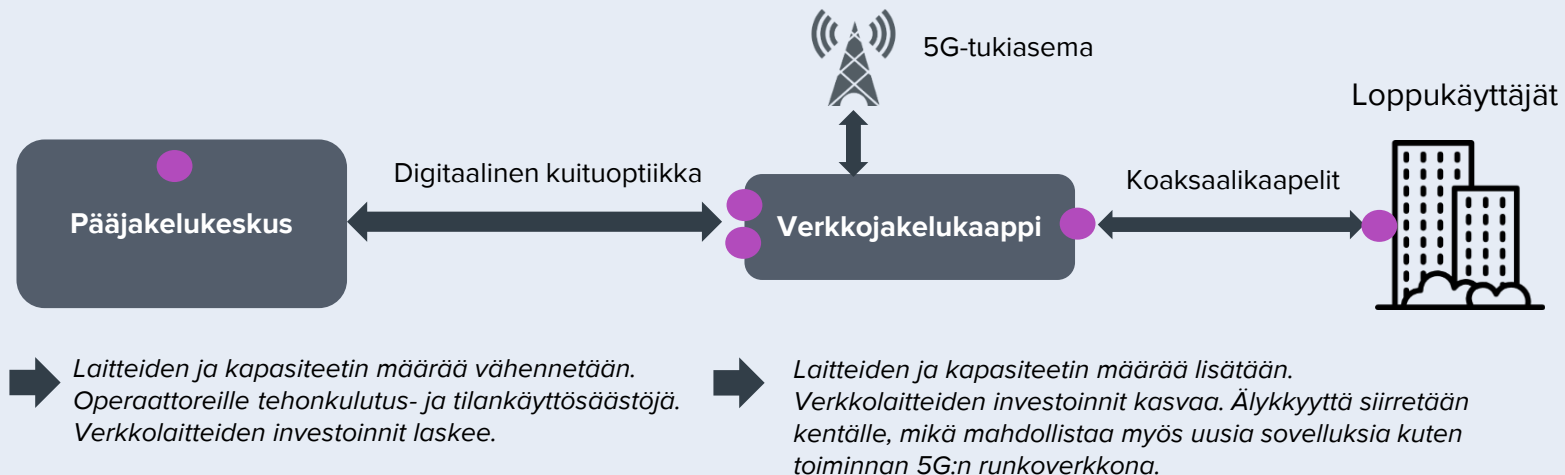
- Verkkoteknologioiden yhdentyminen kiihtyy 5G:hen siirryttäessä
- Asiakkaista tulee suurempia ja vahvempia ostajia
- Verkkotoimittajista tulee asiakaskentän konsolidaation myötä suurempia kokonaisratkaisujen toimittajia
- Telesten verkkolaiteliiketoiminta potentiaalinen konsolidaation kohde pitkällä aikavälillä

Kaapeliverkot: sisäinen teknologiamurros

Tavallinen arkkitehtuuri



Hajautettu verkkoarkkitehtuuri



Markkinat 3/5

Verkkojen yhdentymisen myötä Telesten asiakkaiden ja sitä kautta myös Telesten kilpailukenttä on arviomme mukaan murroksessa seuraavan 5-10 vuoden aikana, mikä voi luoda konsolidaatiopaineita.

Verkkoinfrastruktuurin markkinoilla voimakkaasti kasvava kiinalainen Huawei on jo laajentunut Eurooppaan palvelemaan kaapelioperaattoreita. Huawei käyttää kumppaninaan Telesteä, koska sillä itsellään ei ole kaikkia tarvittuja teknologioita. Nokia on Gainspeed-yritysoston kautta laajentunut palvelemaan kaapelioperaattoreita ja sen tavoitteena on nousta kaapeliverkoissa markkinan kolmanneksi suurimmaksi toimijaksi 2021 mennessä. Suurten toimijoiden alalle syntyminen puoltaa operaattoreiden konsolidoitumisen sekä operaattoreiden ostokäyttäytymisen muutos kohti laajempia verkkojen kokonaisratkaisujen ja palveluiden toimituksia.

Suurten toimijoiden rantautuminen markkinoille tarjoamaan kaapelioperaattoreille kokonaisvaltaisia ”avaimet käteen” - verkkotoimituksia voi tarkoittaa sitä, että Teleste siirtyy arvoketjussa alaspäin matalamman katteen segmenttiin alihankkijaksi, mikä olisi negatiivista Telestelle. Pidämmekin Nokian ja Huaweiin halua laajentua kaapelioperaattorimarkkinoille Telesten tulevaisuuden keskeisenä kilpailu-uhkana.

Samaan aikaan Telesten kaapelioperaattoreita palveleva laite- ja palveluliiketoiminta voisi olla monelle toimijalle kiinnostava palanen, mikäli verkkoinfrastruktuurin toimittajien konsolidoituminen jatkuu samaa vauhtia kuin viimeisen 15 vuoden aikana. Jos Teleste jaettaisiin kahtia, jäisi yhtiölle jäljelle vahva ja kasvava videovalvontajärjestelmiä kehittävä

liiketoiminta.

Kilpailuedut

Telesten haastaminen ei ole helppo tehtävä etenäkään Euroopassa, missä Telestellä on erittäin vahva markkina-asema. Teleste saa selkeää kilpailuetua sen kehittämistä teknologioista ja siitä, että Euroopan kaapeliverkkojen laitemarkkina on hyvin hajautunut ja standardoimaton. Yhtiö onnistui hyvin DOCSIS 3.1. -teknologian tuotekehityksessä ja markkina-ajoituksessa Euroopassa, mikä on vahvistanut sen asemaa.

Teleste on panostanut verkkolaitteidensa tuotekehitykseen muokatakseen ne myös USA:n markkinoille sopiviksi ja yhtiö uskoo teknologian olevan kilpailukykyistä myös siellä. Käsityksemme mukaan USA:n kaapeliverkkomarkkina on teknologiaaltaan Eurooppaa yhtenäisempi, mikä tekee markkinoille laajentumisesta helpompaa.

Verkkopalvelut

Network Services -liiketoimintayksikössä Teleste toimii Euroopassa palvelun paikallisia operaattoreita. Teleste on äskettäin laajentanut palveluvalikoimaansa ja yhtiö palvelee nyt myös matkapuhelinoperaattoreita ja alkuperäisiä laitevalmistajia. Maantieteelliset painopistealueet ovat Belgia, Suomi, Saksa, Sveitsi ja Iso-Britannia. Palveluliiketoiminta on markkinakooltaan Telesten suurin segmentti. Yhtiö arvioi Euroopan markkinan koon olevan noin 900 MEUR ja sen odotetaan kasvavan vuosittain noin 5 % lähivuosina.

Telesten asiakkaina palveluliiketoiminnassa toimivat muun muassa Vodafone Kabel

Deutschland, Elisa, Anvia, DNA, Virgin ja Unitymedia. Telesten ylivoimaisesti suurin asiakas palveluliiketoiminnassa on Vodafone Kabel Deutschland, jota Teleste palvelee Saksassa. Arviomme mukaan tämä asiakas vastaa noin kahta kolmasosaa segmentin noin 90 MEUR:n liikevaihdosta.

Telesten kilpailijoita palveluliiketoiminnassa ovat lukuisat pienet paikalliset palvelutoimittajat ja suuret globaalit verkkoyhtiöt (kuten Nokia, Ericsson ja Huawei). Lisäksi yhtiön epäsuoria kilpailijoita ovat operaattoreiden sisäiset palveluorganisaatiot ja erityisesti suurten operaattoreiden globaalit palveluorganisaatiot.

Markkinatrendit

Palveluliiketoiminnan kasvua tukee operaattoreiden lisääntyvä tietoliikenneverkkojen hallinnan ulkoistaminen. Tämän lisäksi laajakaistan laajeneminen ja kaistanleveyden kasvu toimivat kasvun tekijöinä. Operaattorit ovat myös alkaneet keskittämään hankintojaan, jolloin he hakevat useammin toimittajia, jotka voivat tarjota sekä laitteita että palveluita laajoina kokonaisratkaisuin. Verkkojen ylläpidon ulkoistaminen ulkopuolisille toimittajille ei kuitenkaan ole vielä kaapelioperaattoreissa yhtä yleistä kuin se on ollut mobiilioperaattoreissa. Mikäli vastaava trendi tapahtuu kaapelioperaattoreissa, tulee markkina kasvamaan voimakkaasti.

Palveluliiketoiminnan tuottajan tulee kuitenkin olla äärimmäisen tehokas, jotta se pystyy kannattavasti tuottamaan operaattorille ulkoistamisen hyödyt. Pitkällä aikavälillä automaatiosta tulee näkemyksemme mukaan muodostumaan keskeinen kilpailuetu.

Markkinat 4/5

Samalla kun palvelumarkkina kasvaa, sen työvoimavaltaisuus tulee pitkässä juoksussa siis laskemaan selvästi, sillä operaattoreilla on krooninen tarve tehostaa toimintaansa ja vähentää liiketoiminnan työvoimavaltaisuutta niiden kohdatessa yhä enemmän disruptiivista kilpailua. Pitkässä juoksussa vahvimpia toimijoita ovat tällöin suuret globaalit palvelutoimittajat, joilla on riittävä kyvykyys investoida automaatioon ja palvelualustoihin.

Näkemyksemme mukaan markkinatrendeistä johtuen Telesten on löydettävä selkeä erottumistekijä palveluliiketoiminnalleen erikoistumalla valikoituihin korkeamman lisäarvon palveluihin sekä pienempiin asiakkaisiin. Operaattoreiden konsolidoituminen, kysynnän siirtyä laajoihin kokonaisratkaisuihin sekä automaation merkityksen kasvu todennäköisesti tukee suuria globaaleita palvelutoimittajia pitkässä juoksussa.

Kilpailuedut

Telesten vahvuuksia palveluliiketoiminnassa ovat vahva teknologinen osaaminen ja hyvä maine Eurooppalaisten kaapelioperaattorien keskuudessa. Telestellä on myös hyvä kyky tarjota asiakkaille laaja palveluvalikoima ja sen pitkä historia eurooppalaisena laitetoimittajana tuo palveluliiketoiminnalle uskottavuutta. Telesten laaja asennettu laitekanta toimii myös hyvänä pohjana palveluliiketoiminnalle.

Edellä mainituista vahvuuksista huolimatta, palveluliiketoiminnan kannattavuus on ollut pitkään epätydyttävää ja yhtiön kilpailuetuja ei voida pitää erityisen vahvoina. Arviomme mukaan yhtiön asema arvoketjussa tässä liiketoiminnassa on vaikea johtuen suurten

asiakkaiden neuvotteluvoimasta, mikä vaikeuttaa kapasiteetin hallintaa. Teleste joutuu siirtymään palveluliiketoiminnassa kohti korkeamman lisäarvon palveluita, jotta kannattavuus paranee. Toinen vaihtoehto olisi pyrkiä laajentumaan suurempaan volyymiin ja hajautuneempaan asiakaskuntaan, mutta suurissa palvelusopimuksissa Teleste on liian pieni toimija kilpailussa suuria verkkotoimittajia vastaan.

Video- ja informaatoratkaisut

Videovalvonnassa Teleste toimii globaalisti, mutta yhtiön tärkeimmät maantieteelliset alueet ovat Pohjois-Amerikka ja Eurooppa. Teleste tarjoaa videovalvontaan sovelluksia ja ratkaisuja pääosin julkisen sektorin asiakkaille. Esimerkkejä asiakassegmenteistä ovat liikenne, kaupunki, maanpuolustus ja turvallisuus. Teleste on valituissa vertikaaliryhmissä panostanut high-end järjestelmiin (kompleksit, vaativat järjestelmät), sillä kuluttajamarkkinalla (matalan konfiguraation pienet järjestelmät) kilpailu on kovempaa ja niiden arvo on pienempi. Informaatoratkaisuissa Telesten asiakkaina toimivat pääosin suuret eurooppalaiset junavaunuvalmistajat ja raideliikenteen toimijat.

Telestellä on hyvät referenssit videovalvonta- ja informaatoratkaisuissa. Yhtiön asiakkaita ovat muun muassa Pariisin kaupunki, Kapkaupungin poliisi, Chicagon julkinen liikenneviranomaisen ja raideliikenteen toimijoista muun muassa Bombardier, Alstom, VR ja SNCF.

Markkinan koko

Videovalvonnassa Teleste toimii nykyään pääosin Video Management Systems (VMS)

markkinalla, jonka koon yhtiö on arvioinut olevan noin 500 MEUR. Markkinan odotetaan kasvavan noin 10 %:n vuosivauhtia taustalla olevien megatrendien ansiosta. Koska asiakkaina toimivat pääosin julkisen sektorin toimijat, voivat tilauksien päätöksentekoaajat olla pitkiä ja hankkeiden aikataulut usein venyvät. Yksittäiset isot asiakkaat ja projektit tuovat tätä kautta markkinan vuosittaiseen kasvuun vaihtelua. Telesten tavoitteena on siirtyä kohti kokonaisvaltaisia tilannekuvajärjestelmiä, jolloin yhtiö laajentuisi Physical Security Information Management (PSIM) markkinalle. PSIM-markkina on laajempi ja arvokkaampi verrattuna VMS-markkinaan, sillä siinä siirrytään yksi askel arvoketjussa ylöspäin.

Pohjois-Amerikan ja Euroopan matkustajainformaatiomarkkinoiden koon Teleste arvioi olevan noin 400 MEUR ja sen kasvavan 10-15 %:n vuosivauhtia lähivuosina.

Markkitrendit

Video- ja informaatoratkaisujen markkinan kasvua tukevat vahvat megatrendit, kuten kaupungistuminen ja lisääntyvä turvallisuuden tarve. Ihmiset maailmalla muuttavat entistä tiheämpään tahtiin kaupunkeihin, jolloin videovalvonnan sekä matkustajainformaatiojärjestelmien tarve lisääntyy, jotta tieliikenne, junat, bussit ja muut liikenneyhteydet toimivat joustavasti. Lisääntyvä väestö kaupungeissa kasvattaa myös turvallisuuden tarvetta ja erilaisia uhkia voidaan valvoa aiempaa kustannustehokkaammin videovalvonnan avulla.

Markkinat 5/5

Videovalvonnassa mennään koko ajan kohti yhä kokonaisvaltaisempia tilannekuvajärjestelmiä, joihin linkitetään useita turvajärjestelmiä yhdeksi kokonaisuudeksi (esim. rajavalvonta, sää, poliisi ja pelastuslaitos). Teknologisina trendeinä on puolestaan videoanalytiikkaan, tunnistukseen ja tekoälyyn liittyvät sovellukset, joilla ratkaisujen päälle rakennetaan lisää älykkyyttä.

Kilpailu

Videovalvontamarkkina Euroopassa on hyvin hajautunut. Markkinalla on monia eri toimijoita, joilla on eri roolit videovalvonnassa. Markkinalla on pienten sovellusten toimittajia, laitetoimittajia, integraattoreita, ylläpitäjiä ja järjestelmätoimittajia. Teleste on keskittynyt laajempien videovalvontajärjestelmien suunnitteluun, joihin voi liittää kolmansien osapuolten ohjelmistoja ja laitteita.

Videovalvontasovellukset ovat hyvin niche-alue, joten suurille toimijoille markkina ei näyttäydä kovin houkuttelevana. Näin ollen Telestellä on useita pienempiä kilpailijoita, joista merkittävimpiä ovat Kanadalainen Genetec ja Canonin omistama Milestone.

Kokonaisvaltaisissa tilannekuvajärjestelmissä Teleste kilpailee suurten IT-integraattoreiden, kuten Tiedon kanssa. Tulevaisuuden yksi suurimmista uhkatekijöistä markkinalla on suurten integraattoreiden mahdollinen uudelleenaseoituminen kokonaisvaltaisiksi videovalvonta- ja tilannehallintajärjestelmien toimittajiksi.




























Kilpailuedut

Videovalvonnassa tärkeimpänä kilpailutekijänä on järjestelmien luotettavuus, sillä Telesten

tuotteilla on hyvä maine. Telesten kilpailuetuna toimii myös vahva teknologinen videohallinnan osaaminen ja kyky integroida asiakaskohtaisia järjestelmiä kokonaisvaltaisiksi ratkaisuisiksi. Telesten kilpailuetuna toimivat lisäksi hyvin onnistuneet referenssiprojektit, kuten Pariisin kaupunki, missä yli 25000 kameraa on kytketty Telesten järjestelmään. Suunnitelmissa on laajentaa järjestelmää integroimalla siihen kolmannen osapuolen, kuten metro- ja rautatieverkoston sekä lentokentän järjestelmiä. Laajennus tullaan todennäköisesti tekemään ennen Pariisin vuoden 2024 olympialaisia, mikä voi tuoda merkittävän tilauksen Telestelle.

Informaattioratkaisuissa Telestelle vuonna 2015 yritystoston myötä tulleeella Mitronilla on hyvin vahvat suhteet suurten eurooppalaisten junavaunuvalmistajien kanssa. Videovalvonta- ja matkustajainformaattioratkaisujen synergioiden ansiosta Teleste pystyy nyt tarjoamaan raideliikenteeseen kokonaisvaltaisia ratkaisuja, jotka sisältävät sekä informaattioratkaisuja että videovalvontaa juniin ja juna-asemille.

Markkinat yhteenveto

Markkina	Kuvaus	Kilpailijat	Koko ja kasvu
Verkkolaitteet	<ul style="list-style-type: none"> Euroopassa maiden välillä hyvin eriävää teknologiaa Korkea alalle tulon kynnys Teknologiamurros käynnissä Hintaeroosio jatkuvaa Asiakkaat konsolidoituvat luoden toimialalle konsolidaatiopainetta 	        	 300 MEUR ~6 %  900 MEUR ~10 %
Verkkopalvelut	<ul style="list-style-type: none"> Asiakkaina eurooppalaiset kaapeli-, tele- ja laajakaistapalveluja tarjoavat operaattorit Telesten tärkeimmät maat Saksa, Iso-Britannia, Suomi, Sveitsi ja Belgia Palveluntarjoajan oltava erittäin tehokas tuottaakseen ulkoistamisen hyödyt operaattorille (suosii suuria toimijoita) 	    	 900 MEUR ~5 %
Videovalvonta	<ul style="list-style-type: none"> Paljon pieniä tuotekilpailijoita, integraattorit kokonaisvaltaisissa ratkaisuissa Pääosin julkisen sektorin asiakkaita 	   	Globaali 500 MEUR ~10 %
Informaatio	<ul style="list-style-type: none"> Pääasiakkaina eurooppalaiset junavaunuvalmistajat Lukuisia eri toimijoita markkinoilla 	   	  400 MEUR 10-15 %

Markkinatrendit ja vaikutus Telesteen



Kasvava datamäärä ja operaattoreiden investointitarve

Kaupungistuminen ja turvallisuus

Palveluiden ulkoistaminen



Teknologiamurros (hajautettu verkkoarkkitehtuuri, virtualisoituminen)



Asiakaskunnan konsolidaatio

Suurten kilpailijoiden alalle tulo

Hintaeroosio

Strategia 1/2

Strategian painopisteet vuoteen 2020

Teleste tulee seuraavan kolmen vuoden aikana strategiassaan keskittymään seuraaviin alueisiin:

- Tilaajaverkkolaitteissa DOCSIS 3.1 -tuotteiden myynti ja tuotekehityspanostukset hajautetun verkkoarkkitehtuurin ratkaisuihin.
- Laajentuminen verkkolaitteissa USA:n markkinoille.
- Palveluliiketoiminnan kannattavuus-ongelmien ratkaisu ja keskittyminen korkeamman lisäarvon palveluihin.
- Video- ja informaatoratkaisuissa kasvu olemassa olevissa segmenteissä (julkinen liikenne, julkiset alueet, smart city, lentokentät), uusasiakashankinta sekä kokonaisvaltaisen tilannekuvajärjestelmän kehittäminen. VSI:n vahva tilauskanta luo hyvää perustaa lähivuosien kasvulle.
- Oman operatiivisen toiminnan tehokkuuden ja laadun jatkuva parantaminen.

Palveluliiketoiminnan kannattavuus kuntoon

Telesten palveluliiketoiminnan kannattavuuden nostaminen on mielestämme Telesten yksi tärkeimmistä strategisista hankkeista lyhyellä aikavälillä. Telesten palveluliiketoiminnan viimeisen viiden vuoden keskimääräinen EBIT-% on vain reilu 1%. Palveluliiketoiminnan potentiaalinen liikevoitto-% on mielestämme vähintään 5%:n tasolla. Palveluliiketoiminnan (2016: 37% liikevaihdosta) käänteellä olisi siis merkittävä vaikutus Telesten konsernitason kannattavuuteen.

Palveluliiketoiminnan haasteet johtuvat lähinnä Saksasta ja dominoivasta Vodafone-asiakkuudesta. Ongelmat tiivistyvät alihankittua

maanrakennustyötä sisältävien palveluiden toimituksiin, jotka kohonneiden alihankintakustannusten takia tuottavat tappiota. Teleste joutui heinäkuussa laskemaan ohjeistustaan ja tekemään alaskirjauksen liittyen Saksan palveluliiketoiminnan heikkoon kannattavuuskehitykseen. Kannattavuuden parannusohjelman eteneminen on myös viivästynyt, mikä lisää epävarmuutta kannattavuuskäänteen saavuttamisesta.

Tilanteen käänne edellyttää arviomme mukaan kolmea asiaa: 1) Kabel Deutschland -sopimuksen hintataso on neuvoteltava paremmaksi sopimuksen uusiutuessa ensi vuonna, 2) alihankintaketjun liian korkeita kustannuksia on alennettava tai saatava siirrettyä asiakkaalle ja 3) yhtiön on saatava parannettua oman organisaation heikolla tasolla olevaa tehokkuutta. Vodafonen kolmivuotinen sopimus päättyy ensi vuonna, mikä voi antaa Telestelle edellytykset paremman hintatason tai sopimusehtojen neuvotteluun. Kahta jälkimmäistä kohtaa yhtiön on pystyttävä parantamaan omilla toimilla, mitä varten on käynnistetty toimenpiteitä. Sopimuksen suuren arvon (50-60 MEUR/v) takia sillä on suuri merkitys Telesten tulokselle ja ensi vuosi on ratkaiseva.

Yleisesti palveluliiketoiminnassa markkinanäkymä on vakaa, mutta Telesten oma tehokkuus ei ole riittävän hyvällä tasolla. Yhtiö pyrkii siirtymään palveluliiketoiminnassa kohti korkeamman lisäarvon palveluita (esim. verkkojen suunnitteluun liittyvät palvelut), jotta kannattavuus paranee. Palveluliiketoiminnassa isossa kuvassa yhtiön asema arvoketjussa on vaikea johtuen suurten asiakkaiden neuvotteluvoimasta.

Tilaajaverkkotuotteiden teknologiamurros

Tilaajaverkkotuotteissa teknologian kehitys on nopeaa ja siirtymä kohti seuraavaa teknologiamurrosta eli hajautettua verkkoarkkitehtuuria on jo käynnistynyt. Telesten tulee onnistua strategiassaan tekemään oikeat teknologiavalinnat tuotekehityksen suhteen, sillä kaapelioperaattoreiden välillä on ollut kahtiajakoa kahden erilaisen hajautetun verkkoarkkitehtuurin teknologiaratkaisun välillä (Remote PHY ja Remote MACPHY). Käsityksemme mukaan Remote PHY on kaapelioperaattoreille luonnollisempi ratkaisu, kun taas teleoperaattorilähtöiset infratoimittajat, kuten Nokia ja Huawei ovat valinneet Remote MACPHY -suunnan. Nokia kertoi lokakuussa, että sen uusimmalla ratkaisulla operaattori voi valita teknologiavalintansa verkkolaitteissa ”napin painalluksella”, mikä sekoittaa asetelmaa kahden eri teknologiavalinnan välillä.

Hajautettu verkkoarkkitehtuuri tarjoaa Telestelle tulevana vuosina mahdollisuuden mennä uusille markkina- ja tuotealueille tilaajaverkon laitteissa. On kuitenkin vielä epäselvää, minkälaisen aseman Teleste tulee saamaan hajautetun verkkoarkkitehtuurin tuotteissa. Uhkana Telestelle on se, että hajautettu verkkoarkkitehtuuri kannibalisoisi tiettyjä päävahvistinasemalle myytäviä tuotteita. Teknologiamurros siis tarjoaa Telestelle kasvumahdollisuuksia, mutta yhtiön tulee onnistua strategiassaan teknologiavalintojen suhteen tai muuten se voi menettää markkinaosuuttaan kilpailijoille. Kaupallinen siirtyminen hajautetun verkkoarkkitehtuurin teknologioihin näyttää tällä hetkellä käynnistyvän toden teolla ensi vuoden aikana. Lyhyellä aikavälillä teknologiamurros voi jarruttaa operaattoreiden investointiaktiiviteettiä.

Strategia 2/2

Yhdysvaltoihin laajentuminen

Telesten osuus Euroopan verkkolaitemarkkinoista on arviolta noin kolmasosa, ja korkean markkinaosuuden vuoksi kasvun tavoittelu on käynyt haastavaksi. Näin ollen laajentuminen Eurooppaa noin kolme kertaa suuremmille USA:n markkinoille on tulevaisuuden kasvun kannalta looginen askel. Yhdysvaltojen verkkolaitemarkkina on hyvin keskittynyt Arrisille, minkä takia kilpailulle pitäisi olla asiakkaiden keskuudessa tilausta. Teleste on tehnyt merkittäviä tuotekehityspanostuksia tilaajaverkkolaitteiden kehittämiseksi Yhdysvaltojen markkinoille sopiviksi. Yhtiön mukaan sen optisilla verkkotuotteilla on monitorointi- ja ylläpitotoiminnallisuuksia, joita kilpailevilla tuotteilla ei ole.

Tuotteiden myynti Yhdysvalloissa on tarkoitus aloittaa ensi vuoden aikana ja vuodelta 2019 Teleste odottaa huomattavaa liikevaihdon kasvua USA:ssa. Yhtiö lähtee toteuttamaan laajentumista yhdysvaltalaisen kaapelioperaattorien teknologiatuottajana Antronixin kanssa perustetun yhteisyrityksen kautta. Teleste omistaa perustetusta Teleste Intercept LLC -tytäryhtiöstä 60 % ja sillä on optio lunastaa koko omistus itselleen. Antronixin kautta Teleste saa pääsyn USA:n markkinan tärkeimpiin asiakkuuksiin ja käsityksemme mukaan yhtiö on saanut jo hyvin jalkaa oven väliin keskusteluissa suurten Tier1-operaattoreiden kanssa.

Teleste tuottaa aluksi verkkolaitteet USA:n markkinoille Turussa, mutta liiketoiminnan volyymin kasvaessa tuotanto voidaan siirtää Yhdysvaltoihin. Tämä vaatii kuitenkin onnistunutta markkinapenetratiota, jotta Teleste pystyy saavuttamaan tarpeeksi suuren volyymin.

Tilannekuvajärjestelmän avulla arvoketjussa ylöspäin

Telesten keskittyy videovalvonnassa high-end -segmenttiin ja sen vahvuutena ovat suuret verkonhallintajärjestelmät sekä integrointikyky kompleksissa kameraverkossa. Yhtiön yhtenä strategisena tavoitteena on kasvaa olemassa olevissa asiakassegmenteissään (esim. julkinen liikenne, julkiset alueet, smart city ja lentokentät). Yhtiön mukaan verkonhallintajärjestelmissä markkinalla on kuitenkin nähtävissä saturaatiota ja yhtiö pyrkii nyt strategiassaan kokonaisvaltaisten tilannekuvajärjestelmien toimittajaksi, missä useat turva- ja kamerajärjestelmät linkitetään yhdeksi kokonaisuudeksi. Siirtymällä tilannekuvajärjestelmiin yhtiö ottaisi askeleen ylöspäin markkinan arvoketjussa, mikä tarjoaa uusia kasvumahdollisuuksia ja vahvistaa kriittisen toimittajan asemaa asiakkuuksissa. Yhtiö rakentaa polkua kohti tätä suuntaa verkonhallintajärjestelmien kautta ja niissä on jo osittain tällaisia ominaisuuksia, joilla järjestelmiä voidaan linkittää toisiinsa.

Onnistunut kasvu videovalvonta- ja informaatoratkaisujen segmentissä tukisi Telesten kannattavuutta, sillä segmentin kannattavuusprofiili on arviomme mukaan parempi kuin verkkolaitte- ja verkkopalveluliiketoiminnassa. Kasvu ei tule kuitenkaan olemaan helppoa, sillä kokonaisvaltaisissa tilannekuvajärjestelmissä Telestellä on vastassa suurempia kilpailijoita. Lisäksi Telesten haasteena videovalvonnassa on käsityksemme mukaan hidas uusasiakashankinta, minkä takia nykyinen liiketoiminta on hyvin riippuvainen nykyisten asiakkaiden järjestelmien päivityssykleistä. Yhtiölle olisi strategisesti tärkeää pystyä myös laajentamaan asiakaspohjaa.

Taloudelliset tavoitteet

Teleste ei ole julkistanut pitkän tähtäimen taloudellisia tavoitteita ja yhtiön osinkopolitiikka on hyvin abstrakti. Yhtiön kuva osinkopolitiikkansa seuraavasti: ”Telesten tavoitteena on olla kiinnostava sijoituskohde, jossa sekä sijoituksen arvonnousu että osinkotuotto muodostavat kilpailukykyisen kokonaisuuden. Vuosittaisen osinkoehdotuksen hallitus perustelee huomioiden kannattavuuden, rahoitustilanteen sekä kannattavan kasvun edellyttämät investointitarpeet.”

Seuraa strategian etenemisessä näitä asioita

Arviomme mukaan sijoittajan kannattaa seurata yhtiön strategian etenemistä arvioidessa seuraavia asioita:

- Palveluliiketoiminnan kannattavuuskäänteen kehittyminen, mikä on lyhyellä aikavälillä osakkeen arvoon merkittävästi vaikuttava ajuri.
- Yhdysvaltoihin laajentumisen eteneminen.
- Telesten onnistuminen teknologiamurroksessa ja siirtymässä hajautetun verkkoarkkitehtuurin tuotteisiin.
- Suurten verkkoyhtiöiden laajentuminen kaapeliverkkojen teknologioihin.
- Kasvu VSI-segmentissä siirtymällä arvoketjussa ylöspäin kokonaisvaltaisten tilannekuvajärjestelmien toimittajaksi sekä kasvamalla nykyisissä asiakassegmenteissä.
- Telesten kyky toimittaa nykyinen vahva tilauskanta ensi vuoden aikana kannattavasti.

Strategia yhteenveto

Strategiset painopisteet vuoteen 2020

DOCSIS 3.1 ja hajautettu verkkoarkkitehtuuri

- DOCSIS 3.1 -asennusten jatkaminen
- Tuotekehityspanostukset hajautetun verkkoarkkitehtuuriin laitteisiin
- Onnistuminen verkkolaitteiden teknologiamurroksessa keskeistä pitkän aikavälin kasvun kannalta

Palveluliiketoiminnan kannattavuuskäänte

- Saksan kannattavuusongelmien ratkaiseminen
- Tehokkuuden parantaminen ja keskittyminen korkeamman lisäarvon palveluihin
- Kannattavuuskäänte lyhyen aikavälin strategisista tavoitteista keskeisin

Laajentuminen USA:n markkinalle

- Go-to-market Antronixin kanssa perustetun yhteisyrityksen kautta
- Liikevaihtoa ensi vuodesta alkaen, 2019 tavoitteena jo merkittävää kasvua
- Aluksi tuotanto Turussa, mutta volyymin kasvaessa paikallinen kokoonpano

VSI-segmentin kasvu

- Kasvu olemassa olevissa tuotteissa ja asiakassegmenteissä
- Tuotekehityspanostukset tilannekuvajärjestelmän kehittämiseen, mikä mahdollistaisi siirtymän arvoketjussa ylöspäin

Oman toiminnan tehostaminen

- Toimialalle tyypillisiä kysynnän kausivaihteluita pyritään tasaamaan tuotannon joustavuudella
- Operatiivisen toiminnan tehostaminen etenkin palveluliiketoiminnassa

Taloudellinen tilanne

Historiallinen kehitys

Telesten liikevaihto oli 260 MEUR vuonna 2016 ja se on kasvanut keskimäärin 11 %:n vauhtia vuosina 2005-2016, mitä voidaan pitää hyvänä saavutuksena markkinan kireää kilpailu huomioiden. Kasvu ei kuitenkaan ole täysin orgaanista, sillä yhtiö on vuosien varrella tehnyt lukuisia yritysostoja. Suurimmat yritysostot Teleste on tehnyt vuosina 2009 ja 2015. Vuonna 2009 Teleste hankki neljä palveluliiketoimintaa harjoittavaa yhtiötä Saksasta, mistä muodostui Network Services -liiketoiminta. Hankittujen yhtiöiden vaikutus vuoden 2009 liikevaihtoon oli noin 60 MEUR. Vuonna 2015 Teleste osti suomalaisen Mitronin, jonka vaikutus vuoden 2015 liikevaihtoon oli noin 27 MEUR. Nämä yritysostot näkyvät kasvuharppauksina liikevaihdossa kyseisinä vuosina.

Teleste teki ennen finanssikriisiä noin 10 %:n liikevoittomarginaalia, mutta vuoden 2009 jälkeen kannattavuus on jäänyt 5-6 %:n tasolle. Kireä hintakilpailu ja palveluliiketoiminnan heikko kannattavuus ovat näkemysksemme mukaan pitäneet yhtiön marginaalit matalalla tasolla. Jos Teleste pystyisi tehostamaan palveluliiketoimintaansa nykyiseltä erittäin heikolta tasolta tyydyttävälle tasolle, pitäisi yhtiön arviomme mukaan pystyä tekemään noin 8-9 %:n liikevoittomarginaalia tulevaisuudessa.

Telesten osakekohtainen tulos ja osinko ovat heikon vuoden 2009 jälkeen olleet tasaisessa kasvussa vuoteen 2016 asti. Osakekohtainen tulos on kasvanut vuosien 2010-2016 välillä keskimäärin lähes 16 % vuodessa 0,27 eurosta 0,65 euroon. Osakekohtainen osinko on samaan aikaan kasvanut keskimäärin noin 10 %

vuodessa 0,14 eurosta 0,25 euroon.

Vuosi 2017 katkaisee vahvan tulosparannusten putken, kun Telesten jokaisella liiketoiminta-alueella on haasteita. Odotamme liikevaihdon laskevan 8 % 238 MEUR:oon ja oikaistun liikevoiton olevan 3,5 MEUR (2016: 15,6 MEUR). Oikaistun osakekohtaisen tuloksen odotamme laskevan 0,10 euroon ja osingon 0,20 euroon. Raportoidut luvut painuvat reilusti tappiolle Saksan liiketoiminnan alaskirjauksen takia (2017e: raportoitu liikevoitto -5,8 MEUR, EPS - 0,41 euroa).

Kulurakenne

Materiaalit ja palvelut ovat Telesten suurin kuluerä ja ne olivat 52,8 % yhtiön liikevaihdosta vuonna 2016. Toiseksi suurin kuluerä ovat henkilöstökulut, joiden osuus oli viime vuonna 28 % liikevaihdosta. Liiketoiminnan muut kulut olivat viime vuonna 12,6 % yhtiön liikevaihdosta. Poistot ovat noin 2 % liikevaihdosta ja poistoista vajaa puolet on aineettomien hyödykkeiden (aktivoidut kehittämismenot ja muut aineettomat hyödykkeet) poistoja ja loput aineellisten käyttöomaisuushyödykkeiden poistoja (rakennukset, koneet ja kalusto ja muut).

Telesten bruttomarginaali oli 52,3 % vuonna 2007, vuonna 2013 se oli laskenut 51 %:iin ja vuonna 2016 se oli 47,2 %. Bruttomarginaali on laskenut, vaikka yhtiön palveluliiketoiminnan osuus liikevaihdosta samaan aikaan on kasvanut. Bruttomarginaalin laskua selittää näkemysksemme mukaan verkkolaitemarkkinan jatkuva hintaeroosio. Paras tapa taistella hintaeroosiota vastaan on kasvattaa volyymeja, mitä Teleste vuosien mittaan on myös onnistunut tekemään kohtalaisen hyvin.

Arviomme mukaan Telesten onnistuneella ja hyvin ajoitetulla DOCSIS 3.1. -tuoteportfoliolla on ollut marginaaleja tukeva vaikutus, mutta DOCSIS 3.1. -teknologian kypsymisen myötä marginaaleissa on nyt paineita.

Näkemyksemme mukaan henkilöstökulut ja varsinkin liiketoiminnan muut kulut ovat parhaiten skaalautuvia kuluja. Arviomme mukaan varsinkin palveluliiketoiminnan henkilöstön käyttöasteissa on huomattavaa nousuvaraa, jolloin liikevaihtoa voisi kasvattaa palkkaamalla lisää henkilöstöä, jolloin kulut skaalautuvat volyymikasvun mukana. Toinen vaihtoehto olisi henkilöstön vähentäminen vastaamaan matalampaa liikevaihtoa.

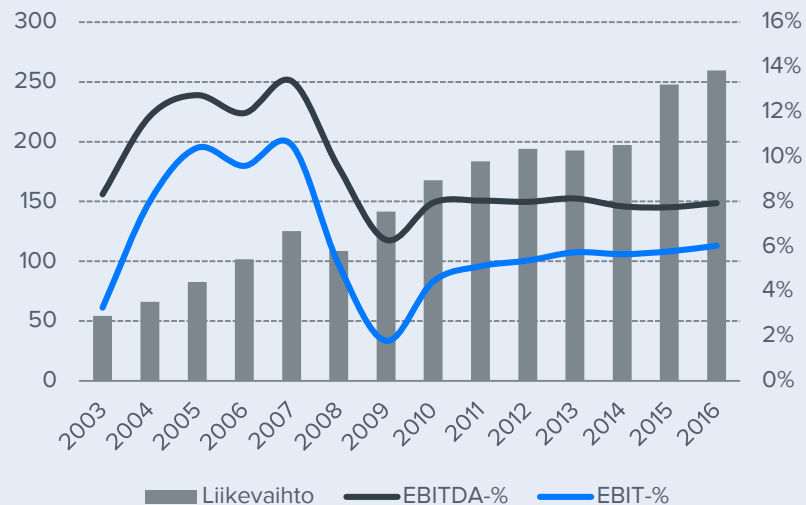
Vahva tase

Telesten omavaraisuusaste on ollut 2010-luvulla 45-50 % ja nettovelkaantumisaste noin 10-25 %:n välillä. Vahva tase antaa Telestelle liikkumavaraa ja mahdollistaa esimerkiksi yritysostot velkarahalla tilaisuuden tullessa.

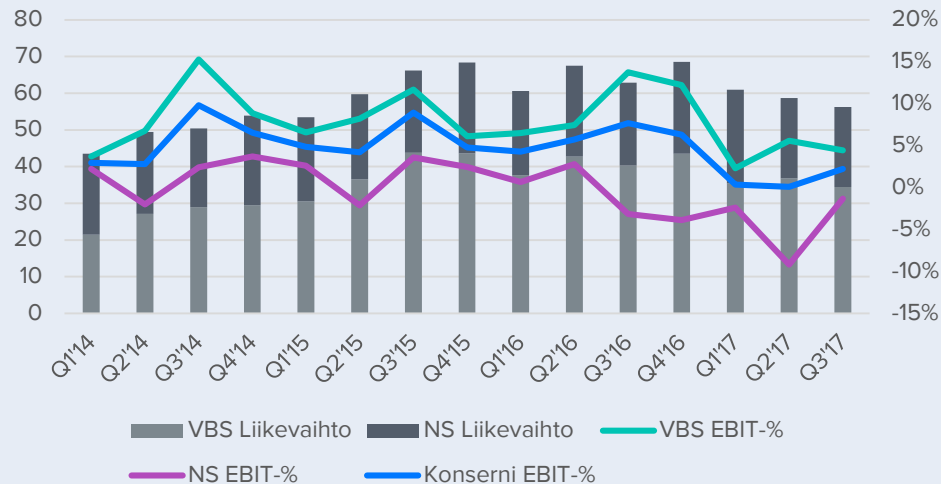
Telesten taseen loppusumma oli Q3'17 lopussa 150 MEUR omavaraisuusasteen ollessa 48 % ja nettovelkaantumisasteen 25 %. Taseen varat koostuivat pääosin myyntisaamisista (48 MEUR), varastosta (34 MEUR) ja kassasta (16 MEUR). Lisäksi yhtiöllä on aiemmista yrityskaupoista liikearvoa taseessa (29 MEUR), johon tehtiin 7,7 MEUR:n alaskirjaus Q2'17 aikana liittyen Saksan palveluliiketoiminnan heikkoon kannattavuuskehitykseen. Yhtiön tuotanto ei sido merkittävästi pääomia ja yhtiöllä oli käyttöomaisuushyödykkeitä taseessaan 10 MEUR:n edestä.

Historiallinen kehitys

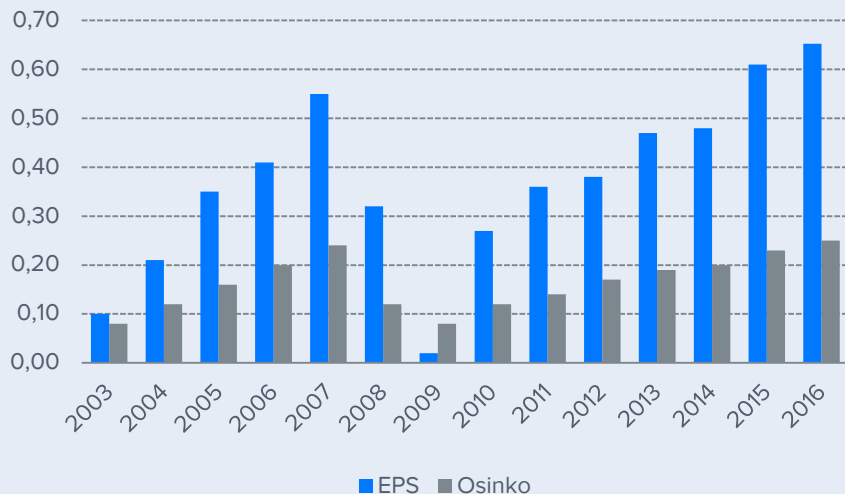
Liikevaihdon ja kannattavuuden kehitys 2003-2016



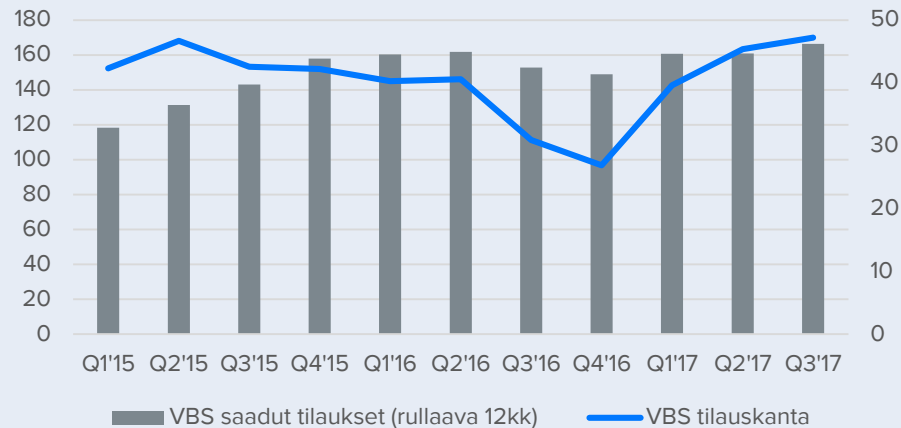
Liikevaihdon ja kannattavuuden kehittyminen Q1'14-Q3'17



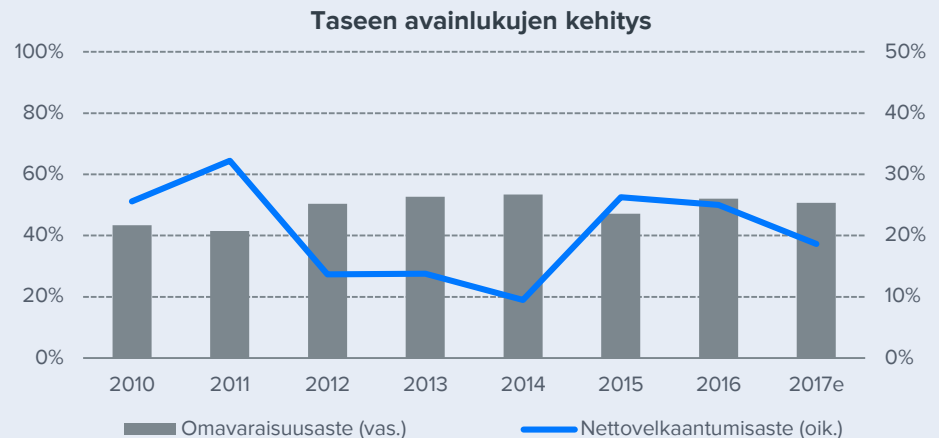
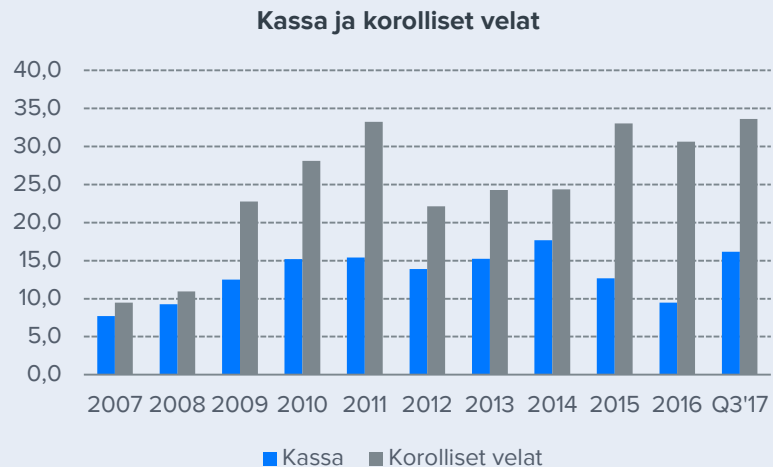
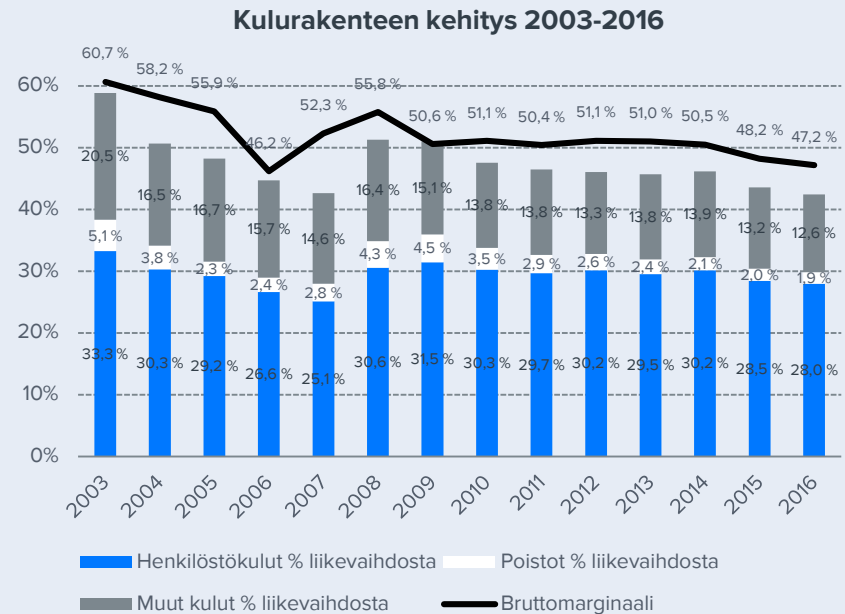
EPS ja osinko 2003-2016



VBS saadut tilaukset ja tilauskanta



Taloudellinen tilanne



Ennusteet ja arvonmääritys 1/4

Tulosennusteet

Lyhyen aikavälin ennusteet

Telesten vuosi 2017 on ollut vaikea ja olemme joutuneet laskemaan ennusteitamme vuoden aikana useaan kertaan. Vuodesta 2017 muodostuu yhtiölle väli vuosi emmekä odota Q4:ltä vielä olennaista käännettä. Odotamme VBS-segmentin liikevaihdon laskevan Q4:llä 14 % 37,4 MEUR:oon (Q4'16: 43,5 MEUR) ja liikevoittomarginaalin olevan 6,0 % (Q4'16: 12,2 %). Network Services -yksikön osalta odotamme liikevaihdon laskevan prosentilla 24,8 MEUR:oon, ja tappioiden supistuvan hieman (EBIT-% -1,0 %) alkuvuoden heikolta tasolta.

Vuoden 2017 tulos jää kokonaisuutena erittäin heikoksi. Odotamme Telesten oikaistun liikevoiton olevan 3,5 MEUR (2016: 15,6 MEUR) ja oikaistun osakekohtaisen tuloksen olevan 0,10 euroa (2016: 0,65 EUR). Heinäkuussa tehdyn Saksan palveluliiketoiminnan liikearvon alaskirjauksen myötä raportoidut luvut jäävät tappiolle (2017e: EBIT -5,8 MEUR ja EPS -0,41 euroa).

Telesten tilauskanta jatkoi myönteistä kehitystä Q3'17 aikana, kun VBS-segmentin saadut tilaukset kasvoivat 18,5 %. Kasvanut tilauskanta kohdistuu enimmäkseen matkustajaliikenteen informaatoratkaisuihin ja nämä tilaukset toimitetaan pääosin ensi vuoden aikana. Teleste tulee lähtemään siis vuoteen 2018 huomattavasti korkeammalla tilauskannalla kuin tähän vuoteen lähdeittäessä (Q3'17: 47,2 MEUR vs. Q4'16: 26,9 MEUR). Odotammekin VBS-segmentin liikevaihdon ensi vuonna kasvavan korkean tilauskannan turvin 12 % 161 MEUR:oon. VBS-segmentin liikevoitto-% nousee hyväkatteisen tuoteliiketoiminnan myynnin

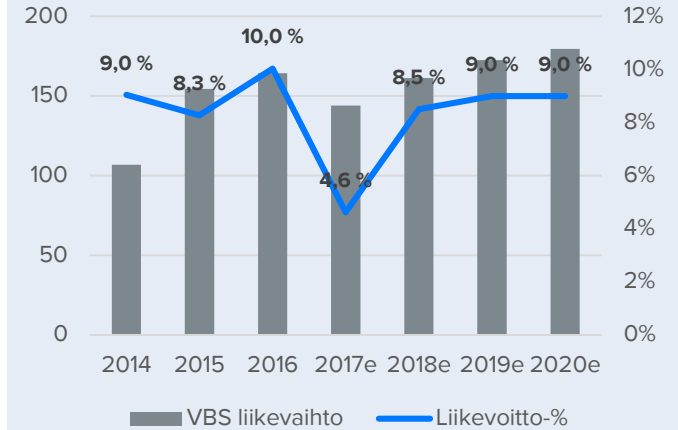
kasvun myötä 8,5 %:iin (2017e: 4,6 %).

Arviomme mukaan Network Services -segmentin liikevaihto on vuonna 2017e 94 MEUR ja Vodafone Kabel Deutschland -sopimuksesta 55 MEUR. Telesten palveluliiketoiminta on muissa maissa kannattavaa ja varovainen arviomme muiden maiden EBIT-marginaaliksi on 5 %. Tämän vuoden Network Services -yksikön liikevoittoennusteella (oikaistu alaskirjauksella) (2017e: -3,2 MEUR, EBIT-% -3,4 %) arviomme Saksan tekevän karkeasti noin 5 MEUR:n liiketappion ja muiden maiden 2 MEUR:n liikevoiton. Oletamme, että Teleste saa uusien sopimusneuvottelujen sekä toteutettavien tehostamistoimien myötä asiakkuuden vähintään nollatulokseen ensi vuonna. Olemme luottavaisia, että Saksan käänne antaa yhtiölle ensi vuonna merkittävän tulosparannusvaikutuksen vuoteen 2017 verrattuna. Ennustamme segmentin liikevaihdon pysyvän 2017 tasolla, mutta liikevoitto-%:n paranevan 2,1 %:iin Saksan käänteen myötä.

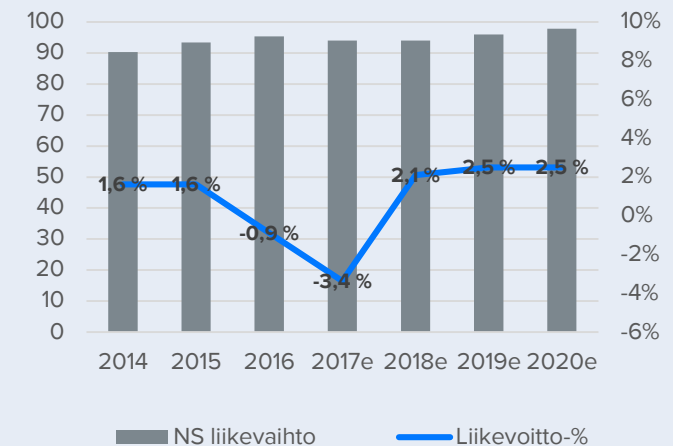
Osakekohtaisen tuloksen odotamme nousevan 0,66 euroon vuonna 2018 (2017e: 0,10 EUR) ja osakekohtaisen osingon nousevan 0,28 euroon (2017e: 0,20 euroa).

Vuonna 2019 ennustamme Telesten liikevaihdon kasvavan 5 % 269 MEUR:oon VBS-segmentin vetäessä kasvua. Verkkolaitteissa laajentuminen Yhdysvaltoihin kasvattaa volyymia, mikä yhdessä videovalvonnan ja informaatoratkaisujen toimitusten kanssa tukee segmentin kannattavuuden paranemista (2019e: EBIT-% 9,0 %). Network Services -yksikön osalta odotamme tehostustoimien myötä liikevoitto-%:n nousevan 2,5 %:iin, mikä on vielä kaukana yksikön potentiaalisesta tasosta (EBIT-% 5-10 %).

VBS ennusteet



NS ennusteet



Ennusteet ja arvonmääritys 2/4

Osakekohtaisen tuloksen odotamme nousevan 0,66 eurosta 0,80 euroon vuonna 2019 ja osakekohtaisen osingon nousevan 0,30 euroon (2018e: 0,28 euroa).

Pitkän aikavälin ennusteet

Vuosien 2020-2025 aikana odotamme Telesten liikevaihdon kasvavan 3 % vuodessa, jonka jälkeen kasvu hiipuu 2 %:n tasolle. Ennustamme verkkolaitteiden hintaeroosion, asiakaskunnan konsolidaation ja kiristyvän kilpailun myötä VBS-segmentin kannattavuuden laskevan asteittain. Palveluliiketoiminnassa varovainen ennusteemme ei odota kannattavuuden paranevan vuoden 2019 tasolta. Ennusteessamme Teleste-konsernin kannattavuus saavuttaa huippunsa vuonna 2019 (EBIT-% 7,0 %) ja laskee siitä asteittain 4,8 %:iin vuoteen 2025 mennessä. Ennustamamme kannattavuuden heikkenemisen vuoksi Telesten osakekohtainen tulos laskee 2020-luvulla vuoden 2019 tasolta ollen välillä 0,66-0,74 euroa.

Telestellä on mahdollisuus ennustettamme parempaan kehitykseen pitkällä aikavälillä, jos se saa parannettua palveluliiketoimintansa kannattavuuden lähemmäs sen potentiaalista tasoa. Haluamme kuitenkin ensin näyttöjä kannattavuusparannuksesta ennen kuin annamme sille enemmän painoarvoa ennusteissamme.

Arvostus

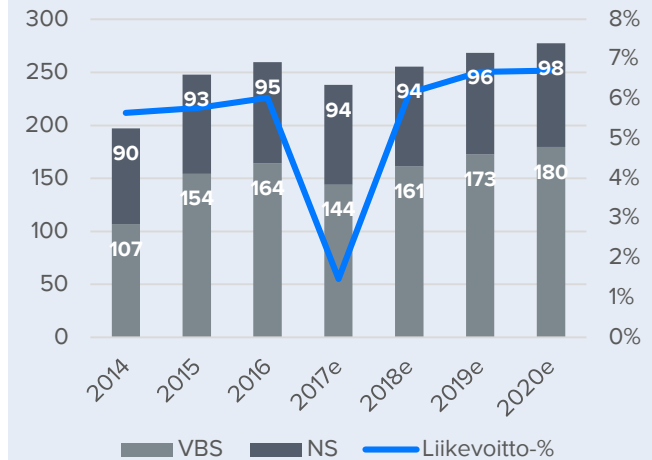
Teleste-konserni koostuu kolmesta erilaisesta liiketoiminnasta ja yhtiön arvo muodostuu tällä hetkellä pääasiallisesti verkkolaiteliiketoiminnan sekä video- ja informaatioteknologia-

historiallisesti huonosti suoriutuneelle ja tällä hetkellä tappiolliselle palveluliiketoiminnalle ei Telesten arvonmäärityksessä voi antaa suurta painoarvoa. Osien summa -arvonmääritystä vaikeuttaa Telesten raportointikäytäntö, jossa verkkolaitteet sekä video- ja informaatioteknologia-ratkaisut raportoidaan yhdessä VBS-segmentissä.

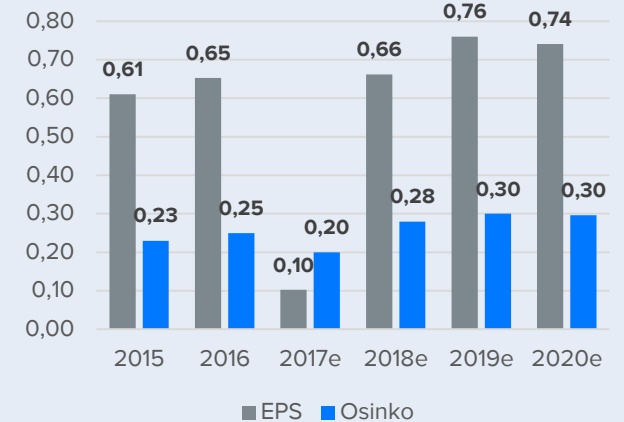
Arviomme mukaan Telesten verkkolaiteliiketoiminta on suhteellisen vakaata liiketoimintaa, missä USA:n markkinoille laajentuminen tarjoaa kasvumahdollisuuksia, mutta verkkolaitteiden teknologiamurros sekä jatkuva hintaeroosio luovat epävarmuutta tuleville vuosille. Verkkolaiteliiketoiminta tuo käsityksemme suurimman osan VBS-segmentin liikevaihdosta. Tällaista liiketoimintaa voitaisiin hinnoitella markkinoilla 10x-15x P/E-kertoimella.

Videovalvonta- ja informaatioteknologia-ratkaisut ovat käsityksemme mukaan Telesten korkeamman kannattavuusprofiilin liiketoimintaa, jonka lisäksi tämän markkinan kasvunäkymät ovat taustalla olevien megatrendien ansiosta hyvät tuleville vuosille. Onnistuessaan myynnissä, VSI-liiketoiminnan osuus VBS-segmentin liikevaihdosta voi kasvaa tulevina vuosina, mikä tukisi segmentin kannattavuutta. Tätä liiketoimintaa voitaisiin erillisenä yhtiönä hinnoitella markkinoilla >15x P/E-kertoimella. Oletamme varovaisuuden nimissä, että NS-palveluliiketoiminnalla on kokonaisuuteen negatiivinen EPS-vaikutus, mikä painaa konsernille hyväksyttävää arvostuskerrointa. Telestelle oikeutettu P/E-kerroin olisi noin 11x-13x lähivuosina. Palveluliiketoiminnan onnistunut käänne nostaisi Telesten hyväksyttäviä arvostuskertoimia ja vaikuttaisi positiivisesti Telesten osien summa -laskelmaan.

Liikevaihdon ja kannattavuuden ennuste



EPS ja osinko 2015-2020e



Ennusteet ja arvonmääritys 3/4

Arvoajurit

Telesten osakkeen arvostukseen tulee lyhyellä aikavälillä voimakkaimmin vaikuttamaan palveluliiketoiminnan kannattavuuskäänne. Telesten onnistuessa saamaan Saksan toiminnan edes nollatulokseen, on osakkeessa lievää nousuvaraa. Jos Teleste saisi koko Network Services -yksikön kannattavuuden edes 5 %:n tasolle, tarkoittaisi tämä jopa lähes 8 MEUR:n tulosparannusta vuoden 2017e oikaistuun liikevoittoon nähden.

VBS-segmentti on Telesten pitkän aikavälin kasvun ja omistaja-arvon luonnin kannalta keskiössä. Verkkolaitteissa onnistunut laajentuminen USA:n markkinalle tukisi Telesten kasvua ja kannattavuutta tulevina vuosina. Telesten nykyinen vahva markkina-asema ja hyvät suhteet Euroopan suurimpiin kaapelioperaattoreihin tarjoaa hyvän pohjan pysyä Euroopan laitemarkkinan huipulla myös tulevan hajautetun verkkoarkkitehtuurin teknologiamurroksen edessä.

Video- ja informaatoratkaisuissa Telestellä on tilaa kasvaa nykyisissä asiakassegmenteissä, jonka lisäksi yhtiöllä on mahdollisuus siirtyä arvoketjussa ylöspäin kokonaisvaltaisten tilannekuvajärjestelmien myötä. Onnistuminen tässä tukisi yhtiön kannattavuutta ja nostaisi hyväksyttäviä arvostuskertoimia.

Pidämme mahdollisena, että suuri kilpailija (esimerkiksi Arris) tai operaattoripuolen infrastruktuuritoimittaja (Nokia, Huawei, Ericsson) voisi olla kiinnostunut ostamaan Telesten verkkolaitte- ja palveluliiketoiminnot. Siten potentiaalinen rakennejärjestelykortti on

yksi muuttuja arvonmuodostukselle. Yritysjärjestelyoptiota korostaa yhtiön hallituksen puheenjohtajan vaihtuminen syksyllä 2017 Pertti Erviin, joka on ollut muun muassa myymässä Comptelia Nokialle. Ervillä on hyvää kokemusta teknologiasektorin yritysjärjestelyistä ja markkinoilla tapahtuvista trendeistä. Teleste perusteli puheenjohtajan vaihdosta sillä, että ”yhtiöllä on lähivuosina edessään merkittäviä strategisia valintoja”. Rakennejärjestelykortin ei kuitenkaan pidä olla ainoa peruste omistaa Telesteä.

Riskitekijät osakkeelle

Telestellä on lähivuosille useita, toteutuessaan osakkeen arvoon positiivisesti vaikuttavia ajureita. Näkyvyys näihin on kuitenkin vielä heikko ja vuosi 2017 on ollut yhtiölle hyvin ongelmallinen. On täysin mahdollista, että ongelmat jatkuvat tai syvenevät ensi vuonna, vaikka näkyvyys käänteeseen on vuoden mittaan parantunut.

Näkemyksemme mukaan osakkeen arvoon negatiivisesti vaikuttavia riskitekijöitä ovat:

- Palveluliiketoiminnan kannattavuuskäänne epäonnistuminen.
- Telesten onnistuminen tulevassa verkkolaitteiden teknologiamurroksessa.
- USA:han laajentumisen epäonnistuminen rasittaisi yhtiön tulosta ja alentaisi Telestelle hyväksyttäviä arvostuskertoimia.
- Telesten asiakaskunnan konsolidoituminen voi aiheuttaa hintaeroosioita markkinalle odottamaamme enemmän.

- Suurten toimijoiden tulo Euroopan verkkolaitemarkkinoille voi heikentää Telesten asemaa tai jopa pudottaa sen arvoketjussa alemmas suurten toimijoiden alihankkijaksi.
- Videovalvonta- ja informaatoratkaisuissa uudet disruptiiviset kilpailijat, hintakilpailu tai epäonnistuminen uusissa teknologioissa voivat heikentää Telesten kilpailuasemaa tai pakottaa yhtiötä investoimaan enemmän.

Vertailuryhmä

Telestelle on vaikea löytää täydellinen vertailuyhtiö, sillä millään muulla yhtiöllä ei ole täysin samanlaista liiketoimintarakennetta ja ansaintarakennetta kuin Telestellä. Arris ja Finisar ovat yhdysvaltaisia yhtiöitä, joissa osa liiketoiminnoista on suoraan verrattavissa Telesten kanssa ja toimivat kohtalaisen hyvinä verrokkeina. Nokia ja Ericsson ovat myös mukana vertailuryhmässä, sillä yhtiöt toimivat isossa kuvassa samalla toimialalla verkkoinfrastruktuurissa ja -palveluissa kuin Teleste. Muut vertailuryhmän yhtiöt toimivat kaapeli- ja telekommunikaatiomarkkinoilla ja heillä on jotain Telesteen verrattavaa liiketoimintaa.

Ennusteillamme Telesten 2017 arvostuskertoimet eivät anna osakkeelle tukea, mikä heijastelee yhtiön meneillään olevaa välivuotta. Telesten arvostus on ensi vuoteen katsottaessa kohtalainen, jos palveluliiketoiminnan haasteet saadaan hallintaan.

Ennusteet ja arvonmääritys 4/4

Vertailuryhmän mediaani kertoimet vuodelle 2018 ovat P/E 16x, EV/EBIT 11x ja EV/Liikevaihto 1,2x, kun Telesten vastaavat kertoimet ennustemme mukaan ovat 12x, 10x ja 0,6x. Liikevaihtokertoimella Teleste on hinnoiteltu selvästi alle verrokkiryhmän, mutta alennus on perusteltu, kun huomioidaan tällä hetkellä tappiollisen palveluliiketoiminnan tuovan lähes 40 % Telesten liikevaihdosta. Vuoden 2018 tulosohjaisilla kertoimilla Teleste on hinnoiteltu 28 % (P/E) ja 11 % (EV/EBIT) alle verrokkiryhmän. Arvostustasoa voidaan pitää kohtuullisena, kun otetaan huomioon palveluliiketoiminnan kannattavuuskäanteeseen liittyvä epävarmuus sekä heikko näkyvyys tulevan verkkolaitteiden teknologiamurroksen lopputulokseen.

Arvostustaso

Ottaen huomioon Telesten lähivuosien arvoajurit, riskitekijät ja osakkeen suhteellisen arvostustason, on Telesten riski/tuottosuhde kohtalaisella tasolla tällä hetkellä. Arvostustaso nojaa pitkälti vuoden 2018 kertoiimiin (P/E 12x) ja siten ensi vuoden tulosennusteen luotettavuus on ratkaisevaa. Ensi vuoden ennusteissa palveluliiketoiminnan käanteeseen on kuitenkin arviomme mukaan kohtalaisen hyvät edellytykset ja lisäksi nykyinen vahva tilauskanta antaa luottamusta VBS-segmentin paluulle kasvuun. Suurin epävarmuus ensi vuodessa liittyy siihen, kuinka hyvällä kannattavuudella vahva tilauskanta saadaan toimitettua ja minkälaisen sopimuksen yhtiö onnistuu tekemään Saksan palveluliiketoiminnassa.

DCF-arvonmääritys

DCF-mallimme mukainen arvo Telesten osakkeelle on 8,53 euroa, eli 11,8 % yli osakkeen

nykyisen markkinahinnan. Olemme DCF-mallissamme ennustaneet, että Telesten kasvu vuosina 2020-2024 on 3 %:n tasolla ja tämän jälkeen kasvuvauhti asettuu 2 %:iin ikuisuuteen. Ennustamme liikevoittomarginaalin olevan noin 5,5-6,4 %:n tasolla 2020-2024 aikana ja tämän jälkeen laskevan 4,8 %:iin, missä se pysyy ikuisuuteen. Arvioimme Telesten investointien olevan noin 4-5 MEUR vuositasolla ja poistojen olevan samalla tasolla. Huomioiden Telesten riskit ja vahvuudet käytämme diskonttauskorkona (WACC) 7,6 %, joka nykyiseen matalan koron markkinatilanteeseen verrattuna on mielestämme kohtuullinen.

Skenaarioanalyysi

Olemme havainnollistaneet skenaarioanalyysin avulla Telesten osakkeen lähivuosien mahdollista kehitystä kolmessa erilaisessa skenaariossa. Normaalissa skenaariossa, joka perustuu tulosennusteisiimme näemme osakkeessa maltillista nousuvaraa. Positiivisessa skenaariossa yhtiön strategian onnistuessa (erityisesti USA:n laajentuminen, palveluliiketoiminnan käänne) on Telesten osakkeessa selvää nousupotentiaalia. Negatiivisessa skenaariossa (USA laajentumisen epäonnistuminen, palveluliiketoiminnan tappioiden jatkuminen, epäonnistuminen teknologiavalinnoissa), on osakkeessa luonnollisesti selvää laskuvaraa.

Olemme mallintaneet yksinkertaiset skenaariot, joissa tarkastelemme Telesten arvostuskertoimia käyttäen erilaisia kasvu- ja kannattavuuslukuja. Tämän lisäksi olemme laskeneet indikaatiivisen arvon osakkeelle, jos Telestelle hyväksyttäisiin 13x P/E-kerroin

vuodelle 2018 ja 11x kerroin vuodelle 2019.

Normaalissa skenaariossa Telesten liikevaihto kasvaa ennustemme mukaisesti 255 MEUR:oon vuonna 2018 ja liikevoittomarginaali nousee 6,1 %:iin. Osakkeessa on tässä skenaariossa noin 10-13 % nousuvaraa, mikäli markkinat hinnoittelevat osaketta arvioiduilla 11-13x P/E-kertoimilla.

Heikossa skenaariossa VBS:n kasvu on heikolla 2 %:n tasolla ja Network Services -yksikön liikevaihto laskee prosentilla vuosittain. Liikevoittomarginaali laskee VBS-segmentissä 6 %:n tasolle ja Network Services -segmentin liikevoitto pysyy lievästi tappiolla vuonna 2018 ja nousee heikolle 0,5 %:n tasolle vuonna 2019. Konsernin liikevaihto kasvaa näin prosentilla 235 MEUR:oon vuonna 2018 ja liikevoittomarginaali laskee 3,2 %:iin. Osakkeessa on tässä skenaariossa yli 40 % laskuvaraa, mikäli markkinat hinnoittelevat osaketta arvioiduilla 11-13x P/E-kertoimilla. Heikko skenaario kuvastaa hyvin tilannetta, jossa Telesten liiketoimintaan liittyvät riskit realisoituvat.

Vahvassa skenaariossa VBS:n liikevaihto kasvaa lähivuosina 15 %:n tahtia ja Network Services kasvaa noin 5 %:n vauhtia. Telesten liikevaihto kasvaa näin 274 MEUR:oon vuonna 2018. Liikevoittomarginaali nousee VBS-segmentissä asteittain 10 %:iin paremman myyntimixin ansiosta ja Network Services -segmentin liikevoitto nousee tehostamisen myötä 5 %:iin vuonna 2019. Osakkeessa on tässä skenaariossa noin 50 % nousuvaraa, mikäli markkinat hinnoittelevat osaketta arvioiduilla 11-13x P/E-kertoimilla.

Skenaarioanalyysi

Normaali	2016	2017e	2018e	2019e
Liikevaihto				
VBS	164	144	161	173
<i>kasvu</i>	6 %	-12 %	12 %	7 %
NS	95	94	94	96
<i>kasvu</i>	2 %	-1 %	0 %	2 %
Konserni	260	238	255	269
<i>kasvu</i>	5 %	-8 %	7 %	5 %
Liikevoitto				
VBS	16,5	6,7	13,7	15,5
%	10,0 %	4,6 %	8,5 %	9,0 %
NS	-0,8	-3,2	2,0	2,4
%	-0,9 %	-3,4 %	2,1 %	2,5 %
Konserni	15,6	3,5	15,7	17,9
%	6,0 %	1,5 %	6,1 %	6,7 %

EPS	0,10	0,66	0,76
P/E	74,2	11,5	10,0
EV/EBITDA	17,2	7,8	6,8

Heikko	2016	2017e	2018e	2019e
Liikevaihto				
VBS	164	140	142	145
<i>kasvu</i>	6 %	-15 %	2 %	2 %
NS	95	93	92	92
<i>kasvu</i>	2 %	-2 %	-1 %	-1 %
Konserni	260	233	235	237
<i>kasvu</i>	5 %	-10 %	1 %	1 %
Liikevoitto				
VBS	16,5	5,6	8,5	8,7
%	10,0 %	4,0 %	6,0 %	6,0 %
NS	-0,8	-4,7	-0,9	0,5
%	-0,9 %	-5,0 %	-1,0 %	0,5 %
Konserni	15,6	0,9	7,6	9,2
%	6,0 %	0,4 %	3,2 %	3,9 %

EPS	0,02	0,31	0,38
P/E	422,5	24,6	20,2
EV/EBITDA	24,2	13,2	11,3

Vahva	2016	2017e	2018e	2019e
Liikevaihto				
VBS	164	153	176	202
<i>kasvu</i>	6 %	-7 %	15 %	15 %
NS	95	93	98	103
<i>kasvu</i>	2 %	0 %	5 %	5 %
Konserni	260	246	274	305
<i>kasvu</i>	5 %	-5 %	11 %	11 %
Liikevoitto				
VBS	16,5	9,2	16,2	20,2
%	10,0 %	6,0 %	9,2 %	10,0 %
NS	-0,8	-0,9	3,9	5,1
%	-0,9 %	-1,0 %	4,0 %	5,0 %
Konserni	15,6	8,2	20,1	25,3
%	6,0 %	3,3 %	7,3 %	8,3 %

EPS	0,34	0,85	1,08
P/E	22,6	8,9	7,0
EV/EBITDA	11,2	6,4	5,1

Potentiaali

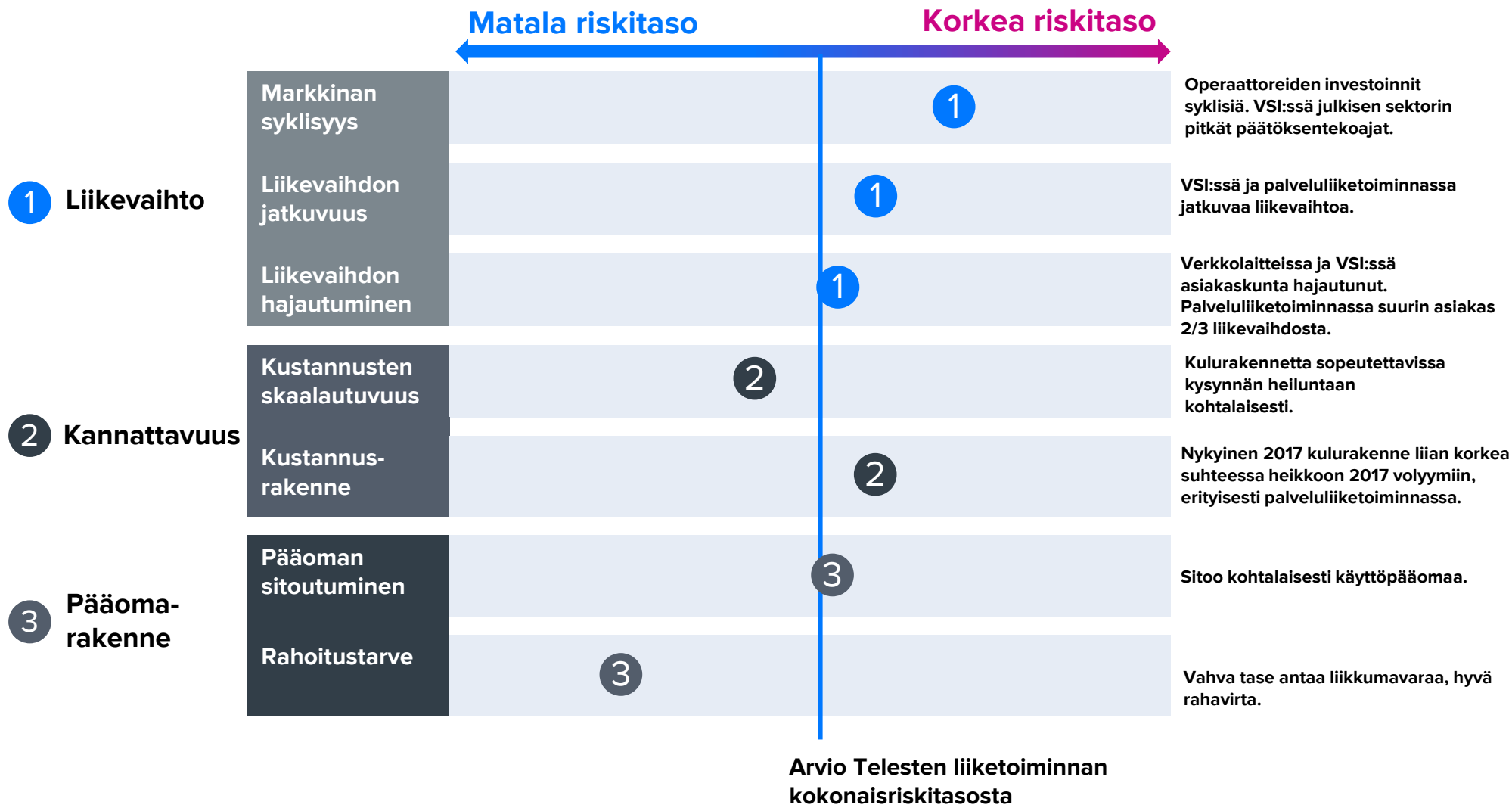
Alla lasketaan indikatiivinen osakkeen arvo sekä nousu- tai laskupotentiaali käyttäen ennustettuja skenaarioita. Osakkeen arvo lasketaan käyttämällä P/E-kerrointa 13x vuodelle 2018 ja 11x vuodelle 2019.

Osakkeen arvo	8,61	8,36	4,03	4,16	11,1	11,9
Potentiaali*	13 %	10 %	-47 %	-45 %	45 %	56 %

*21.11.2017 osakekurssilla 7,63 euroa

Riskiprofiili

Liiketoimintamallin riskiprofiili



Kvartaaliennusteet

Tuloskehitys kvartaalitasolla	2015	Q1'16	Q2'16	Q3'16	Q4'16	2016	Q1'17	Q2'17	Q3'17	Q4'17e	2017e	2018e	2019e
Liikevaihto	248	61	67	63	69	260	61	58,7	56	62	238	255	269
<i>Video and Broadband Solutions</i>	154	38	43	40	43	164	35	37	34	37	144	161	173
<i>Network Services</i>	93	23	25	23	25	95	26	22	22	25	94	94	96
Käyttökate	19,2	3,8	5,1	6,1	6,4	21,4	1,3	0,0	2,5	3,4	7,2	20,6	22,0
Poistot ja arvonalennukset	-4,9	-1,2	-1,2	-1,2	-2,1	-5,7	-1,1	-9,2	-1,3	-1,4	-13,1	-4,9	-4,1
Liikevoitto ilman kertaeriä	14,3	2,6	3,9	4,8	4,3	15,6	0,2	0,0	1,2	2,0	3,5	15,7	17,9
Liikevoitto	14,3	2,6	3,9	4,8	4,3	15,6	0,2	-9,3	1,2	2,0	-5,8	15,7	17,9
<i>Video and Broadband Solutions</i>	12,8	2,4	3,2	5,5	5,3	16,5	0,8	2,1	1,5	2,2	6,7	13,7	15,5
<i>Network Services</i>	1,5	0,2	0,7	-0,7	-1,0	-0,8	-0,6	-11,3	-0,3	-0,2	-12,5	2,0	2,4
Nettorahoituskulut	-0,4	-0,4	-0,2	-0,2	0,0	-0,8	-0,1	-0,4	-0,2	-0,1	-0,8	-0,5	-0,5
Tulos ennen veroja	13,9	2,2	3,7	4,6	4,3	14,8	0,1	-9,6	1,0	1,9	-6,6	15,2	17,4
Verot	-2,9	-0,5	-0,8	-1,1	-0,6	-3,0	0,0	-0,1	-0,3	-0,4	-0,8	-3,2	-3,7
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
Nettotulos	11,0	1,7	2,9	3,6	3,7	11,8	0,1	-9,7	0,7	1,5	-7,4	12,0	13,8
EPS (oikaistu)	0,61	0,09	0,16	0,20	0,21	0,65	0,00	-0,02	0,04	0,08	0,10	0,66	0,76
EPS (raportoitu)	0,61	0,09	0,16	0,20	0,21	0,65	0,00	-0,54	0,04	0,08	-0,41	0,66	0,76

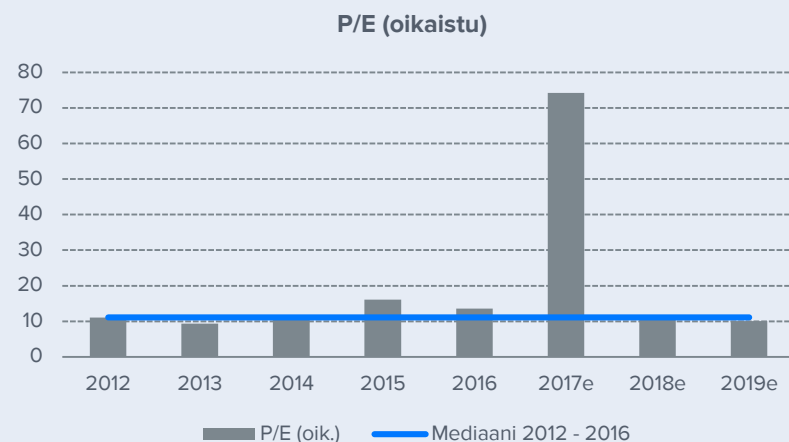
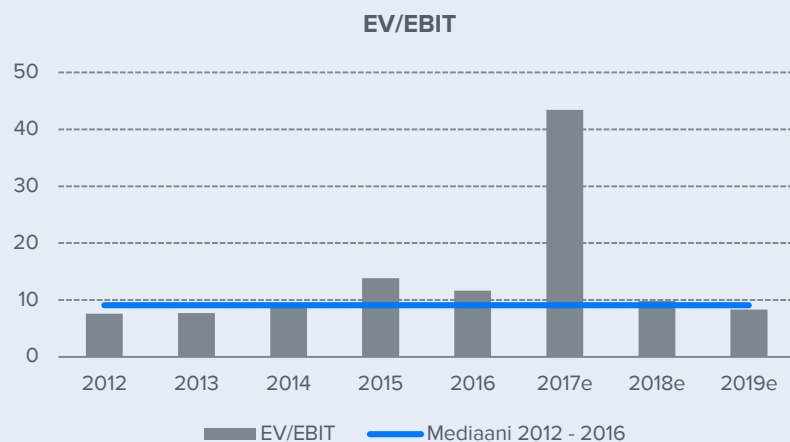
Tunnusluvut	2015	Q1'16	Q2'16	Q3'16	Q4'16	2016	Q1'17	Q2'17	Q3'17	Q4'17e	2017e	2018e	2019e
<i>Liikevaihdon kasvu-%</i>	25,7 %	13,4 %	13,0 %	-5,0 %	0,2 %	4,8 %	0,5 %	-13,0 %	-10,5 %	-9,2 %	-8,3 %	7,3 %	5,2 %
<i>Oikaistun liikevoiton kasvu-%</i>	28,4 %	0,2 %	54,4 %	-18,5 %	32,5 %	9,3 %	-91,9 %	-99,0 %	-74,2 %	-53,9 %	-77,7 %	349,1 %	14,3 %
<i>Käyttökate-%</i>	7,7 %	6,3 %	7,5 %	9,6 %	9,4 %	8,2 %	2,2 %	0,0 %	4,5 %	5,5 %	3,0 %	8,1 %	8,2 %
<i>Oikaistu liikevoitto-%</i>	5,8 %	4,3 %	5,7 %	7,7 %	6,3 %	6,0 %	0,3 %	0,1 %	2,2 %	3,2 %	1,5 %	6,1 %	6,7 %
<i>Nettotulos-%</i>	4,4 %	2,7 %	4,3 %	5,7 %	5,4 %	4,6 %	0,1 %	-16,5 %	1,2 %	2,4 %	-3,1 %	4,7 %	5,1 %

Lähde: Inderes

Arvostus yhteenveto

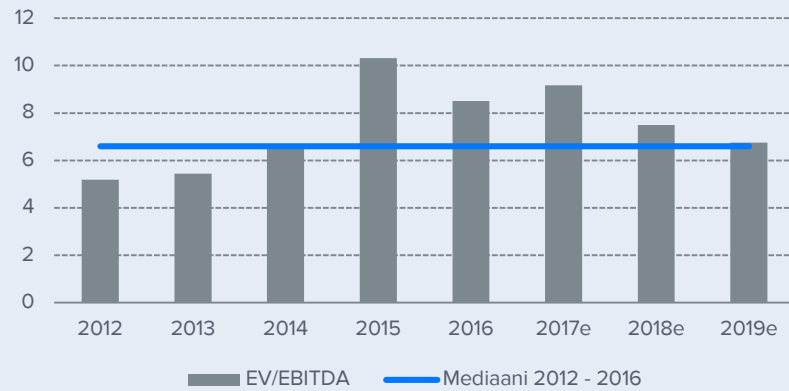
Arvostustaso	2012	2013	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e
Osakekurssi	4,17	4,25	5,27	9,80	8,86	7,63	7,63	7,63
Markkina-arvo	74	76	94	178	161	138	138	138
Yritysarvo (EV)	83	85	101	198	182	152	155	149
P/E (oik.)	11,0	9,3	11,1	16,1	13,6	74,2	11,5	10,0
P/E	11,0	9,3	11,1	16,1	13,6	neg.	11,5	10,0
P/Kassavirta	6,4	28,3	15,8	-19,3	33,2	10,8	108,5	12,4
P/B	1,2	1,2	1,3	2,3	1,9	1,9	1,7	1,5
P/S	0,4	0,4	0,5	0,7	0,6	0,6	0,5	0,5
EV/Liikevaihto	0,4	0,4	0,5	0,8	0,7	0,6	0,6	0,6
EV/EBITDA	5,2	5,4	6,6	10,3	8,5	9,2	7,5	6,8
EV/EBIT	7,6	7,7	9,1	13,8	11,6	43,4	9,8	8,3
Osinko/tulos (%)	44,9 %	41,6 %	42,0 %	37,9 %	38,3 %	-48,7 %	42,3 %	39,5 %
Osinkotuotto-%	4,1 %	4,5 %	3,8 %	2,3 %	2,8 %	2,6 %	3,7 %	3,9 %

Lähde: Inderes

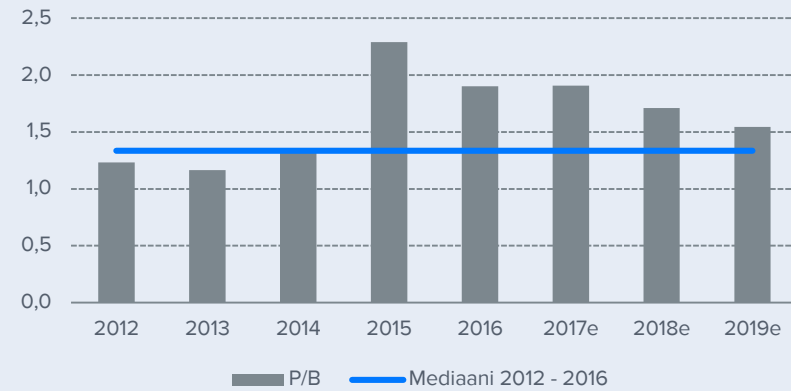


Arvostus yhteenveto

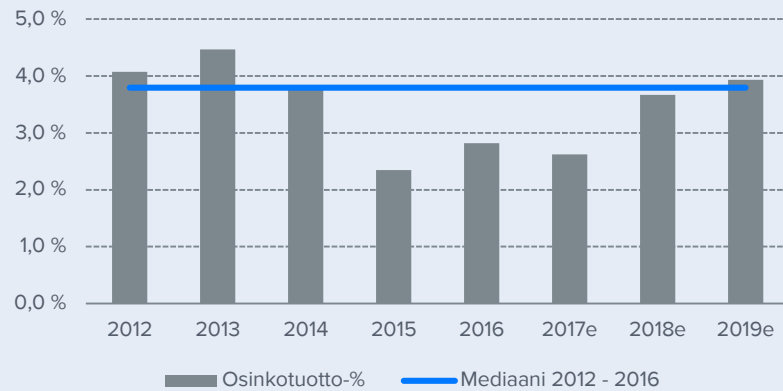
EV/EBITDA



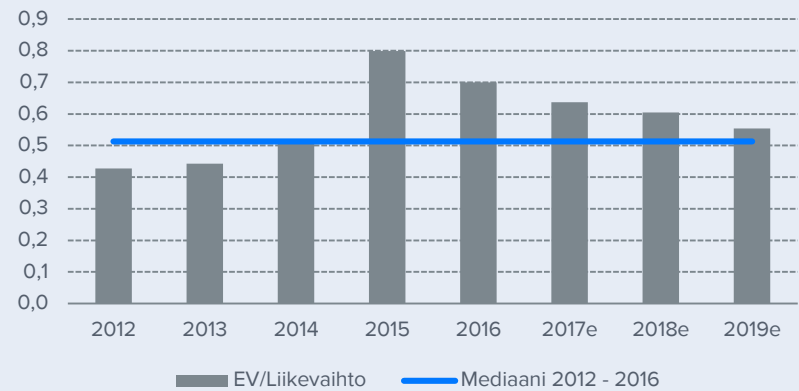
P/B



Osinkotuotto-%



EV/Liikevaihto



Verrokkiryhmän arvostus

Yhtiö	Osakekurssi	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
		MEUR	MEUR	2017e	2018e	2017e	2018e	2017e	2018e	2017e	2018e	2017e	2018e	2017e
Nokia	4,29	25123	22255	9,3	9,1	7,9	7,6	1,0	1,0	14,7	15,2	4,4	4,6	1,4
Ericsson	54,80	17824	17591		18,5	11,7	10,4	0,9	0,9	77,9	27,9	1,9	2,4	1,5
Arris	29,43	4653	5356	8,8	7,8	7,8	7,1	1,0	0,9	11,2	9,9			1,7
Cisco	36,89	154057	123658	9,7	9,7	8,5	8,6	3,0	3,0	15,3	14,9	3,0	3,3	2,8
ZTE	40,04	20343	22417	32,3	27,5	23,3	20,2	1,6	1,5	36,5	32,4	0,6	0,7	4,5
Harmonic	4,18	287	356		24,8	121,0	9,6	1,2	1,0		34,0			1,5
Motorola	93,08	12749	16013	12,3	11,7	10,5	10,5	3,0	2,9	17,1	15,8	2,1	2,3	
Viavi Solutions	9,10	1733	1397	15,8	15,6	11,7	11,3	2,0	2,1	24,7	23,0			2,8
Exfo	5,48	195	162	32,7	10,6	9,9	7,5	0,8	0,7	131,8	16,2			0,0
Ciena	20,73	2492	2681	9,3	8,4	7,4	6,9	1,1	1,1	11,8	10,4			2,9
Fiberhome	35,47	5080	5612	39,0	29,1	29,6	23,2	2,0	1,6	40,5	31,3	1,0	1,1	4,5
Finisar	20,17	1878	1438	7,1	9,4	5,3	6,2	1,2	1,2	9,5	13,4			1,5
Juniper Networks	27,26	8743	7762	8,0	7,8	6,7	6,7	1,8	1,8	12,9	12,5	1,5	1,5	2,0
Adtran	21,85	889	775	18,1	15,0	12,7	11,1	1,3	1,2	25,3	21,9	1,7	1,7	
Calix	6,85	296	262				61,9	0,6	0,6					2,5
Teleste (Inderes)	7,63	138	152	43,4	9,8	9,2	7,5	0,6	0,6	74,2	11,5	2,6	3,7	1,9
Keskiarvo				16,9	14,6	19,6	13,9	1,5	1,4	33,0	19,9	2,0	2,2	2,3
Mediaani				11,0	11,1	10,2	9,6	1,2	1,2	17,1	16,0	1,8	2,0	2,0
Erotus-% vrt. mediaani				296 %	-11 %	-10 %	-22 %	-46 %	-50 %	333 %	-28 %	48 %	85 %	-3 %

Lähde: Reuters / Inderes

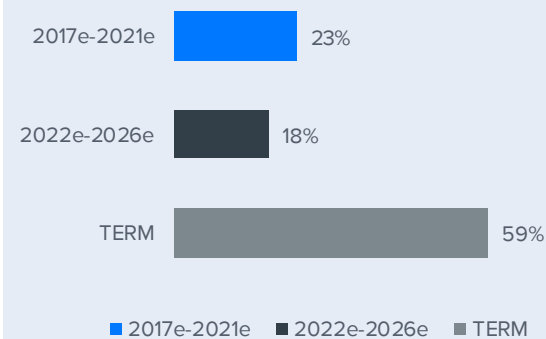
DCF-kassavirtalaskelma

Kassavirtalaskelma (MEUR)	2016	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	TERM
Liikevoitto	15,6	-5,8	15,7	17,9	17,7	17,1	17,1	16,7	17,2	15,3	15,6	
+ Kokonaispoistot	5,7	13,1	4,9	4,1	4,0	4,0	4,0	4,1	4,2	4,7	5,0	
- Maksetut verot	-3,0	-1,6	-3,2	-3,7	-3,8	-3,7	-3,7	-3,6	-3,8	-3,4	-3,4	
- verot rahoituskuluista	-0,2	-0,2	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	
+ 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	-5,3	12,3	-13,6	-3,6	-1,9	-1,8	-1,8	-1,9	-1,9	-1,3	-1,4	
Operatiivinen kassavirta	12,9	17,8	3,7	14,7	15,9	15,6	15,5	15,3	15,7	15,3	15,8	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	-2,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	-5,4	-5,0	-2,4	-3,6	-3,8	-4,1	-4,2	-4,3	-5,5	-5,5	-4,4	
Vapaa operatiivinen kassavirta	4,8	12,8	1,3	11,1	12,1	11,5	11,3	11,0	10,2	9,8	11,4	
+/- 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	4,8	12,8	1,3	11,1	12,1	11,5	11,3	11,0	10,2	9,8	11,4	207,7
Diskontattu vapaa kassavirta		12,7	1,2	9,5	9,6	8,5	7,8	7,0	6,0	5,4	5,9	106,6
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		180,2	167,5	166,3	156,8	147,2	138,7	130,9	123,9	117,8	112,4	106,6
Velaton arvo DCF		180,2										
- Korolliset velat		-30,6										
+ Rahavarat		9,5										
- Vähemmistöosuus		0,0										
- Osinko/pääomapalautus		-4,5										
Oman pääoman arvo DCF		154,5										
Oman pääoman arvo DCF per osake		8,53										

Pääoman kustannus (WACC)

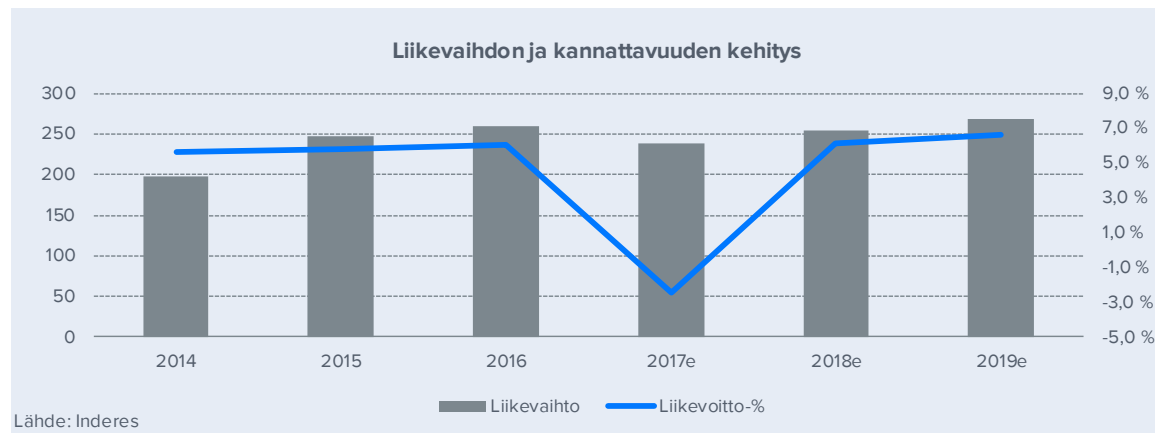
Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	20,0 %
Vieraan pääoman kustannus	4,0 %
Yrityksen Beta	1,20
Markkinoiden riski-premio	4,75 %
Likviditeettipremio	0,00 %
Riskitön korko	3,0 %
Oman pääoman kustannus	8,7 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	7,6 %

Rahavirran jakauma jaksoittain



Tuloslaskelma

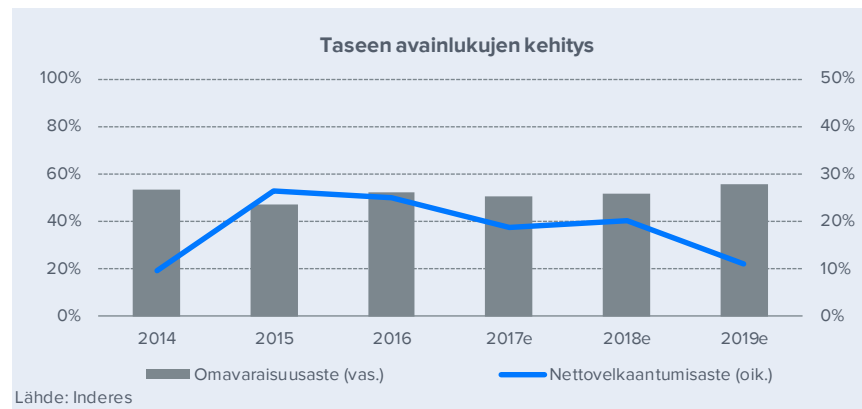
(MEUR)	2014	2015	2016	2017e	2018e	2019e
Liikevaihto	197	248	260	238	255	269
Kulut	-182	-229	-238	-231	-235	-247
EBITDA	15,3	19,2	21,4	7,2	20,6	22,0
Poistot	-4,2	-4,9	-5,7	-13,1	-4,9	-4,1
Liikevoitto	11,1	14,3	15,6	-5,8	15,7	17,9
<i>Liikevoiton kertaerät</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>-9,3</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>
<i>Liikevoitto ilman kertaeriä</i>	<i>11,1</i>	<i>14,3</i>	<i>15,6</i>	<i>3,5</i>	<i>15,7</i>	<i>17,9</i>
Rahoituserät	-0,3	-0,4	-0,8	-0,8	-0,5	-0,5
Osuus osakkuusyhtiöiden tuloksesta	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Voitto ennen veroja	10,8	13,9	14,8	-6,6	15,2	17,4
Muut erät	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Verot	-2,4	-2,9	-3,0	-0,8	-3,2	-3,7
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettotulos	8,5	11,0	11,8	-7,4	12,0	13,8
<i>Nettotulos ilman kertaeriä</i>	<i>8,5</i>	<i>11,0</i>	<i>11,8</i>	<i>1,9</i>	<i>12,0</i>	<i>13,8</i>
Satunnaiset erät	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Tilikauden tulos	8,5	11,0	11,8	-7,4	12,0	13,8
<i>Osaakekohtainen tulos</i>	<i>0,48</i>	<i>0,61</i>	<i>0,65</i>	<i>-0,41</i>	<i>0,66</i>	<i>0,76</i>
Osaakekohtainen tulos (oikaistu)	0,48	0,61	0,65	0,10	0,66	0,76



Tase

Vastaavaa (MEUR)	2015	2016	2017e	2018e	2019e
Pysyvät vastaavat	59	58	51	49	48
Liikearvo	38	37	30	30	30
Aineettomat oikeudet	7	7	6	6	6
Käyttöomaisuus	12	11	12	10	9
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0	0	0	0	0
Muut sijoitukset	1	1	1	1	1
Muut pitkäaikaiset varat	0	0	0	0	0
Laskennalliset verosaamiset	2	2	3	3	3
Vaihtuvat vastaavat	106	104	92	108	114
Varastot	33	34	31	34	36
Muut lyhytaikaiset varat	0	0	0	0	0
Myyntisaamiset	60	61	48	61	64
Likvidit varat	13	9	13	13	13
Taseen loppusumma	164	162	143	156	162

Vastattavaa (MEUR)	2015	2016	2017e	2018e	2019e
Oma pääoma	78	84	72	81	90
Osakepääoma	7	7	7	7	7
Kertyneet voittovarot	66	74	62	70	79
Omat osakkeet	2	2	2	2	2
Uudelleenarvostusrahasto	3	2	2	2	2
Muu oma pääoma	0	0	0	0	0
Vähemmistöosuus	0	0	0	0	0
Pitkäaikaiset velat	37	32	28	31	26
Laskennalliset verovelat	2	2	2	2	2
Varaukset	2	2	2	2	2
Lainat rahoituslaitoksilta	31	28	25	27	22
Vaihtovelkakirjalainat	0	0	0	0	0
Muut pitkäaikaiset velat	3	0	0	0	0
Lyhytaikaiset velat	50	46	42	45	47
Lainat rahoituslaitoksilta	2	3	2	2	2
Lyhytaikaiset korottomat velat	47	42	39	41	44
Muut lyhytaikaiset velat	1	1	1	1	1
Taseen loppusumma	164	162	143	156	162



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 esittäjien 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 esittäjien 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 kehoitukseksi 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 suosituksin 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 jakaamaan suhteessa osakkeen nousuvaraan 12-kk tavoitehintaan:

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

Inderesin tutkimusta laatineilla 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 sijoittavassa mallisalkussa on esitetty. Kaikki Inderes Oy:n omistukset esitetään yksilöitynä mallisalkussa. Inderes Oy:llä ei ole muita omistuksia analyysin kohdeyhtiöissä. Analyysin laatineen analytikon 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 sijoittajailaisuusien ja -tapahtumien järjestäminen, sijoittajaviestinnän liittyvä neuvonanto, sijoitustutkimusraporttien laatiminen. Inderes on tehnyt tässä raportissa suosituksen kohteena olevan liikkeeseen laskijan kanssa sopimuksen, jonka osana on tutkimusraporttien laatiminen.

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

Suositus historia

Päivämäärä	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
28.6.2016	Lisää	9,30 €	8,10 €
12.8.2016	Lisää	10,30 €	9,11 €
3.11.2016	Lisää	9,50 €	8,75 €
13.2.2017	Lisää	9,00 €	8,47 €
5.5.2017	Lisää	8,80 €	8,33 €
17.7.2017	Lisää	8,80 €	8,33 €
11.8.2017	Lisää	8,20 €	7,56 €
9.11.2017	Lisää	8,20 €	7,80 €
22.11.2017	Lisää	8,20 €	7,63 €

Inderes



2015

Ennustetarkkuus



2014, 2016, 2017

Suosituustarkkuus



2014, 2015, 2016

Suositus- ja
ennustetarkkuus



2012, 2016

Suosituustarkkuus



2012, 2016, 2017

Suositus- ja
ennustetarkkuus



2017

Suosituustarkkuus



2017

Suosituustarkkuus

Inderes on suomalainen pankeista riippumaton analyysipalvelu. Löydämme sijoittajille parhaat sijoituskohteet ja teemme pörssistä paremman markkinapaikan yhdistämällä sijoittajat ja yhtiöt huippulaadukkaan osakeanalyysin avulla. Inderesin aamukatsaus, mallisalkku ja palkittuihin analyyseihin pohjautuvat suositukset tavoittavat päivittäin yli 30 000 kotimaista osakesijoittajaa. Helsingin pörssin kattavin aktiivinen osakeseurantamme sisältää yli 90 kotimaista pörssiyhtiötä, joita analysoimme päivittäin yli 10 analyytikon tiimillä.

Inderes Oy

Itämerentori 2

00180 Helsinki

+358 10 219 4690

twitter.com/inderes

Palkittua analyysiä osoitteessa www.inderes.fi

**Analyysi kuuluu
kaikille.**

www.inderes.fi