

Tecnotree

Laaja raportti

10.5.2024 07.50



Roni Peuranheimo
+358 505610455
roni.peuranheimo@inderes.fi

✓ Inderes Yhtiöasiakas

inde
res.

Kassavirran osalta vielä todistettavaa

Tecnotree on jatkanut viime vuodet vahvassa kasvussa, mutta yhtiö ei ole onnistunut konvertoimaan operatiivista tulostaan kassavirraksi käyttöpääoman sitoutumisen, valuuttatappioiden sekä suurten tuotekehitysinvestointien vuoksi. Yhtiön sisäinen fokus on tällä hetkellä kassavirran kohentamisessa, mutta vielä tämän osalta ei olla saatu näyttöjä. Osakkeen arvostus olisi houkuttelevalla tasolla, mikäli yhtiön kassavirta lähentyisi yhtiön tulostasoa. Emme kuitenkaan odota välitöntä parannusta tässä ja nykyisellä kassavirtaprofiililla emme näe riski/tuotto-suhdetta houkuttelevana. Laskemme tavoitehintamme 6,0 euroon (aik. 7,0 eur) ja toistamme vähennä-suosituksemme.

Yhtiön BSS-tuoteperhe osoittanut kilpailukykyä kehittyneillä markkinoilla

Tecnotreen tuotetarjoaman ytimessä on sen BSS-tuoteperhe, jolla yhtiön operaattoriasiakkaat voivat hallita tuotteitaan, asiakkaitaan, laskutustaan ja digitalisoida liiketoimintaprosessejaan. Puhtaiden BSS-ratkaisujen lisäksi yhtiö on laajentanut tuotetarjoamaansa orgaanisesti (fintech-alusta DiWa ja digitaalinen kauppapaikka Moments) sekä epäorgaanisesti (Sensa-tekoälyalusta). Nämä ovat yhtiön tulevaisuuden kasvuajureita, mutta muodostavat kuitenkin edelleen varsin pienen osan liikevaihdosta. Yhtiön kilpailuetuna korostuu mielestämme pitkä kokemus kehittyvillä markkinoilla toimimisessa ja syvät asiakassuhteet, joiden myötä asiakkaan vaihdon kustannukset ovat korkeita. Yhtiö on myös viime vuosina onnistunut kiittävästi voittamaan uusia asiakkaita, minkä myötä riippuvuus suurimmista asiakkaista on asteittain laskenut ja toiminut osoituksena yhtiön tuoteportfolion kilpailukykyä.

Fokus kassavirroissa

Tecnotreen viime vuosien vahvasta tuloksenteosta huolimatta yhtiön vapaa kassavirta on jäänyt pääasiassa negatiiviseksi käyttöpääoman sitoutumisen, valuuttatappioiden ja massiivisten tuotekehitysinvestointien vuoksi. Yhtiö ei olekaan kyennyt rahoittamaan tulorahoituksella omia kasvuinvestointejaan, vaan joutunut turvautumaan osakeantiin (2021) sekä vaihtovelkakirjoihin (2023) rahoittaakseen kasvuaan. Tällä hetkellä yhtiön fokus on sisäisesti kuitenkin voimakkaasti kassavirran parantamisessa (sisäinen motto: ”Think cash, Do cash”), mitä pitäisi tukea muun muassa yhtiön siirtymä jatkuvan laskutuksen malliin (ARR) sekä kasvu kehittyneillä markkinoilla. Arviomme mukaan liiketoimintaprofiiliin muutoksessa voi mennä kauan (etenkin kasvu kehittyneillä markkinoilla), eikä yhtiön asiakkaiden maantieteellisiin sijainteihin liittyvät haasteet korjaannu hetkessä. Tällä hetkellä yhtiön rahoitusasema on kuitenkin turvattu yhtiön keräämien vaihtovelkakirjojen myötä, minkä varjopuolena on kuitenkin näistä syntyvä merkittävä diluutio vuosina 2026-2028.

Jäämme edelleen odottamaan näyttöjä kassavirran kohenemisestä

Tecnotreen vuosien 2024-2025 P/E-kertoimet ovat 6-5x ja vastaavat EV/EBIT-kertoimet noin 3x. Tasot ovat matalia, mutta niissä tulee huomioida tuloksen heikko laatu (tulos ei heijastele kassavirtaa). Kuluvan vuoden kassavirtakerroin (EV/OCF) on 12x, mikä ei ole mielestämme vielä erityisen houkutteleva ottaen huomioon ettei se myöskään huomioi valuuttakurssitappioita. Arvostuksessa tulee myös huomioida yhtiön vaihtovelkakirjojen vuosina 2026-2028 aiheuttama diluutio (noin 34 % nykykurssilla) ja vuonna 2026 P/E-kerroin nouseekin ennusteillamme 8x tasolle. Yhtiöllä on maantieteellisen laajenemisen ja liiketoimintamallimuutoksen myötä paljon aihioita kassavirtaprofiilin kohentamiseen. Mikäli yhtiön kassavirta alkaa heijastelemaan jatkossa vahvemmin yhtiön tulostasoa näemme arvostuksen olevan tällä hetkellä houkuttelevalla tasolla. Emme kuitenkaan odota välitöntä rakenteellisesti parannusta ja jäämmekin edelleen odottamaan näyttöjä kohentuvasta kassavirrasta.

Suositus

Vähennä

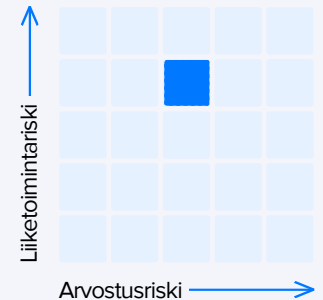
(aik. Vähennä)

6,00 EUR

(aik. 7,00 EUR)

Osakekurssi:

5,41



Avainluvut

	2023	2024e	2025e	2026e
Liikevaihto	78,4	82,3	86,2	90,1
kasvu-%	9 %	5 %	5 %	5 %
EBIT oik.	23,8	27,2	26,4	26,5
EBIT-% oik.	30,4 %	33,0 %	30,6 %	29,4 %
Nettotulos	11,2	15,3	17,0	17,1
EPS (oik.)	0,71	0,96	1,07	0,70
P/E (oik.)	9,6	5,6	5,1	7,7
P/B	1,2	0,8	0,7	0,7
P/Kassavirta	neg.	11,1	5,3	7,6
EV/EBIT (oik.)	4,8	3,3	2,9	2,5
EV/EBITDA	4,1	2,6	2,0	1,7
EV/Liikevaihto	1,4	1,1	0,9	0,7

Lähde: Inderes

Ohjeistus

(Ennallaan)

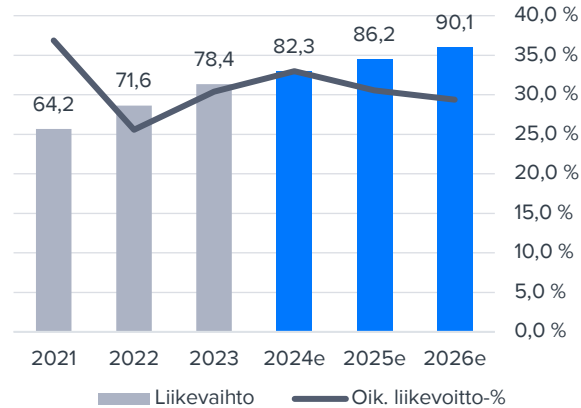
Tecnotree odottaa liikevaihdon kasvavan 2-7 prosenttia ja liikevoiton 7-15 prosenttia vuoteen 2023 verrattuna.

Osakekurssi



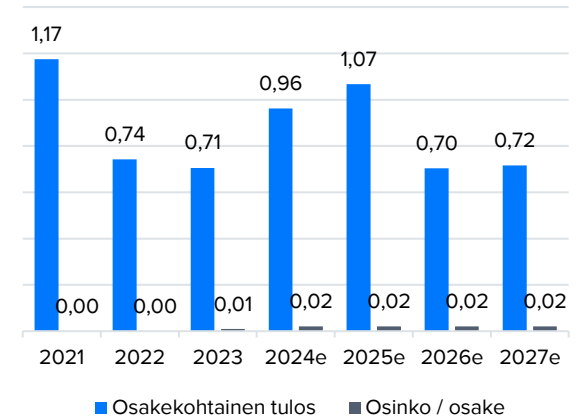
Lähde: Millistream Market Data AB

Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos ja osinko



Arvoajurit

- Arvoa luovat yritysjärjestelyt
- Toimialan orgaaniset ajurit ovat vahvoja ja pidemmän aikavälin kasvunäkymä on hyvä
- Yhtiön liiketoimintamalli on skaalautuva ja kulutehokas
- Jatkuvien tulovirtojen kasvattaminen
- Tuoteportfolio teknologisesti kyvykäs



Riskitekijät

- Epäonnistuneet yritysjärjestelyt
- Myyntisaamiin ja kassavirran kotiuttamiseen liittyvät riskit
- Asiakasportfolion rakenne on ylätasolla keskittynyt
- Tuotekehitystyössä ja toimialan lukemisessa epäonnistuminen
- Kulutehokkaan toimintamallin heikkeneminen
- Operaattoreiden investoinneissa on tiettyä syklisyyttä
- Kehittyvien maiden poliittiset ja lainsäädännölliset uhat

Arvostustaso	2024e	2025e	2026e
Osakekurssi	5,41	5,41	5,41
Osakemäärä, milj. kpl	15,9	15,9	24,3
Markkina-arvo	86	86	132
Yritysarvo (EV)	90	77	65
P/E (oik.)	5,6	5,1	7,7
P/E	5,6	5,1	7,7
P/B	0,8	0,7	0,7
P/S	1,0	1,0	1,5
EV/Liikevaihto	1,1	0,9	0,7
EV/EBITDA (oik.)	2,6	2,0	1,7
EV/EBIT (oik.)	3,3	2,9	2,5
Osinko/tulos (%)	2,1%	1,9%	2,8%
Osinkotuotto-%	0,4%	0,4%	0,4%

Lähde: Inderes

Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	6-12
Sijoitusprofiili	13-16
Toimiala ja kilpailukenttä	17-20
Strategia	21-23
Taloudellinen tilanne	24-27
Ennusteet	28-32
Arvonmääritys	33-39
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	41

Tecnotree lyhyesti

Tecnotree on kansainvälisesti operoiva ja teleoperaattoreiden palvelemiseen keskittynyt IT-ratkaisutoimittaja

1978

Perustamisvuosi

2000

Listautuminen

13 %

Liikevaihdon keskimääräinen kasvu 2019-2023

31,4 %

Keskimääräinen oikaistu liikevoittomarginaali 2019-2023

78,4 MEUR

Liikevaihto 2023

23,8 MEUR (30,3 % liikevaihdosta)

Oikaistu liikevoitto 2023

883

Henkilöstön lukumäärä 2023 lopussa

Vuodet 2011-2017

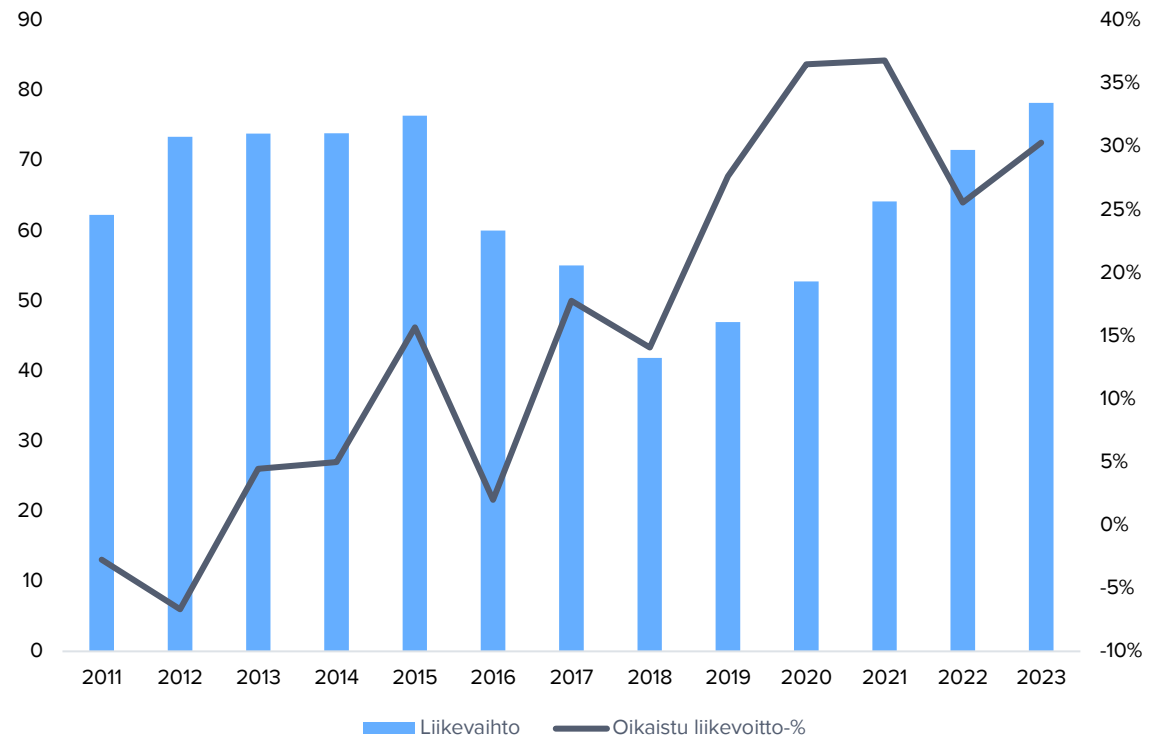
- Vuosina 2011-2016 useita projektiriskejä realisoituu ja ne johtavat rahoitusvaikeuksiin
- Vanha VAS-liiketoiminta laskee
- Rakenteiden tehostamistyö aloitetaan
- Investointeja tuotekehitykseen ja liiketoiminnan tuotteistamiseen

Vuodet 2018-2021

- Rakenteiden tehostamista jatketaan onnistuneesti ja tuloskehitys on vahvaa
- BSS-ratkaisut osoittavat kilpailukykyä ja liikevaihto ja tilauskanta palaavat kasvuralle
- Saneeraus saatetaan päätökseen maksamalla saneerausvelka suunnatusta annista saaduilla varoilla vuonna 2021

Vuodet 2022-2023

- Kannattavuus notkahtaa vuonna 2022, mutta lähtee elpymään jälleen vuonna 2023
- CognitiveScale -tekoälyalustan osto vuonna 2022
- Yhtiö kerää 43 MEUR vaihtovelkakirjoilla kasvustrategiansa rahoittamiseksi vuonna 2023
- Kassavirran tekeminen edelleen haasteena



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 1/6

Yhtiökuvaus

Teleoperaattoreiden ratkaisutoimittaja

Tecnotree on kansainvälisesti operoiva ja teleoperaattoreiden palvelemiseen keskittynyt IT-ratkaisutoimittaja. Asiakkailleen Tecnotree tarjoaa lisenssipohjaisia sekä jatkuvan tulovirran mallilla perustuvia järjestelmiä nykyisten tuotteiden, asiakkaiden ja laskutuksen hallintaan, näiden taustalla olevien prosessien digitalisoimiseen sekä asiakkaan kokeman arvon kasvattamiseen. Tecnotreen asiakassuhteet ovat pitkäikäisiä ja sen tuotteet ovat usein tärkeässä roolissa teleoperaattoreiden digitaalisessa, liiketoimintamurroksessa. Tästä konkreettinen esimerkki on se, että yhtiön ratkaisulla asiakkaat voivat luoda omaan toimintaansa digitaalisia markkinapaikkoja ja erilaisia mikropalveluita. Tämä mahdollistaa sekä yksilöllisempien että joustavampien palvelukokonaisuuksien tarjoamisen. Tecnotreen pääkonttori sijaitsee Espoossa. Yhtiö työllisti Q1'24 lopussa 892 henkilöä, joista suurin osa työskentelee Intiassa.

Digital BSS -alusta tuoteportfolion keihäänkärki

Tecnotreen tarjooman keihäänkärkenä on Digital BSS -palvelualusta, joka koostuu useista erilaisista ja käytännössä kaikki asiakkaan ydinprosessit kattavista digitaalisista BSS-ratkaisuista (Business Support System). Yhtiön tuoteportfolio kattaa kaikki teleoperaattoreiden keskeiset liiketoiminnan hallintajärjestelmät ja niiden elinkaarten vaiheet. Yleisesti BSS -ratkaisujen päätoiminnallisuuksiin kuuluu esimerkiksi tuotteen, asiakkaan, tulovirran sekä tilausten hallintaan liittyvät ratkaisut. Yhtiön

tuotteet eivät ole riippuvaisia teleoperaattorien omista verkkoteknologioista, mikä kasvattaa ratkaisujen kilpailukykyä. Tecnotreen liikevaihdosta selvästi suurin osa (noin 90 %) muodostuu BSS-tuoteperheestä ja siihen liittyvistä ylläpitopalveluista. Yhtiön BSS-tuoteportfolion voi jakaa Tecnotree Edgeen ja Tecnotree Switchiin, joista jälkimmäinen on pienemmille operaattoreille tarkoitettu kevyempi ratkaisu, jonka käyttöönotto on myös nopeaa.

Uudet kasvuajurit - Moments, DiWa ja Sensa

Teleoperaattoreiden BSS-ratkaisuiden lisäksi Tecnotree on kehittänyt uusia ratkaisuja, joiden avulla yhtiö pyrkii vahvistamaan operaattoreille tarjoamaansa tuoteperhettä sekä laajentamaan tarjoomaansa myös operaattorien ulkopuolisiin vertikaaleihin. Tällä hetkellä näihin uusiin kasvuaiheisiin kuuluvat Moments, DiWa ja Sensa.

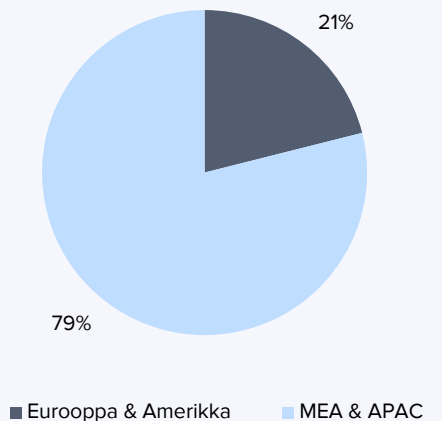
Moments ja DiWa toimivat niin sanotulla B2B2C-liiketoimintamallilla, ja niiden tuomat liikevaihtovirrat ovat transaktiopohjaisia ja siten hyvin skaalautuvia.

Palveluntarjoajien yhdistämiseen ja uusien digitaalisten kauppapaikkojen luomiseen tarkoitettu Moments-alusta pyrkii houkuttelemaan ja palvelemaan esimerkiksi koulutus-, urheilu-, viihde- sekä terveydenhoidon alan toimijoita. Palveluntarjoaja voi Moments-alustan avulla luoda digitaalisia kauppapaikkoja ja tarjota palveluitaan Tecnotreen laajan operaattoriverkon kautta sijainneissa, joihin sillä ei muuten olisi pääsyä. Yhtiö on tähän asti tehnyt käsityksemme mukaan muutaman sopimuksen Moments-alustan toimittamisesta.

Tecnotree

- Monikymmenvuotinen operatiivinen historia ja asiakkaiden liiketoimintojen syvä ymmärtäminen
- Asiakkaan näkökulmasta ratkaisut ovat liiketoimintakriittisiä
- Palvelualusta on osoittanut kilpailukykyä etenkin kehittyvillä markkinoilla
- Asiakassuhteet suurimpien asiakkaiden kanssa ovat kestäneet vaikeatkin ajat
- Yhtiö on muuttunut projektitalosta selvemmin ohjelmistotuotetaloksi

Liikevaihdon maantieteellinen jakauma 2023



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 2/6

Tecnotreen digitaalinen lompakko DiWa (Digital Wallet) on fintech-alusta, jota tarjotaan Momentsin tavoin lisäpalveluna yhtiön muun tuotetarjooman kyljessä. Yhtiö tarjoaa DiWa-alustaa operaattoreille, pankeille ja fintech-toimijoille. DiWan kautta loppukäyttäjä voi esimerkiksi maksaa laskuja ja hallinnoida tilejään. Alustan potentiaali on erityisen suuri Afrikassa, jossa suurella osalla väestöstä ei ole vielä pankkitiliä.

Momentsin ja DiWan avulla yhtiö laajenee entistä enemmän alustaliiketoimintaan, joka on parhaimmillaan erittäin kannattavaa. Suhtaudumme näihin tuotteisiin mielenkiintoisina kasvuoptioina, mutta varsinaista läpimurtoa tuotteista ei ole vielä tullut ja käsityksemme mukaan tuotteista tuleva liikevaihto on edelleen kuitenkin hyvin pientä.

Tecnotree Sensa on CognitiveScale -yrityskaupan myötä kehitetty tekoäly- ja koneoppimisalusta. Sensa-alustan tarkoituksena on auttaa Tecnotreen asiakaskunnan kykyä tarjota loppukäyttäjilleen ihmislähtöisiä, älykkäitä ja personoituja palveluja ja asiakaskokemuksia. Tämän avulla asiakas voi syventää asiakkaidensa sitoutumista, parantaa tehokkuutta sekä tukemaan eri palveluidensa monetisaatiota. Tecnotree palvelee alustalla osaa CognitiveScalelta siirtynyttä operaattorikentän ulkopuolista asiakasta (kiinteistöalan yhtiö Radian ja terveydenhuollon United Health Group), mutta nykyään Sensa on nykyään vahvasti integroitu osaksi yhtiön BSS-tuotepohjettua ja sitä myydään pääasiassa vain operaattoriasiakkailla. CognitiveScalelta siirtyi myös jonkin verran työntekijöitä Tecnotreen palvelukseen.

Tecnotree arvioi, että sen tekoälyratkaisusta tuli vuonna 2023 6,2 MEUR liikevaihtoa, mikä ylitti

yhtiön alkuperäisen yrityskaupan yhteydessä tehdyn 5 MEUR:n arvion.

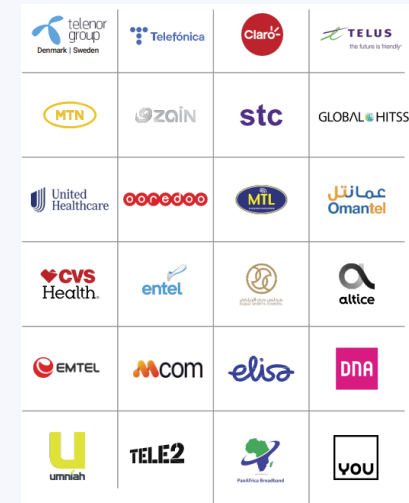
Suurimmat asiakkaat ovat isoja ja liikevaihto pääosin kehittyviltä alueilta

Vuonna 2023 Tecnotreen liikevaihto oli 78,4 MEUR ja liikevoitto 23,8 MEUR (EBIT-% 30,4 %). Maantieteellisesti Tecnotree raportoi liikevaihtonsa kahden alueen kautta, jotka ovat Eurooppa ja Amerikka (2023: 21 % l:sta) sekä MEA & APAC (79 % l:sta). MEA & APAC:n sisällä yhtiölle tärkeitä alueita ovat erityisesti Lähi-Itä ja Afrikan kehittyneemmät osat. Euroopassa ja Amerikassa Tecnotreen tärkeimmät markkinat löytyvät Väli- ja Etelä-Amerikasta. CognitiveScale-yritysjärjestelyn myötä yhtiö on tänä vuonna kasvanut myös kehittyneillä markkinoilla, etenkin Pohjois-Amerikassa. Vuonna 2023 yhtiön ulkoisesta laskutuksesta 58 % oli dollareissa, 17 % euroissa, 15 % Nigerian nairina ja 9 % muissa valuutoissa.

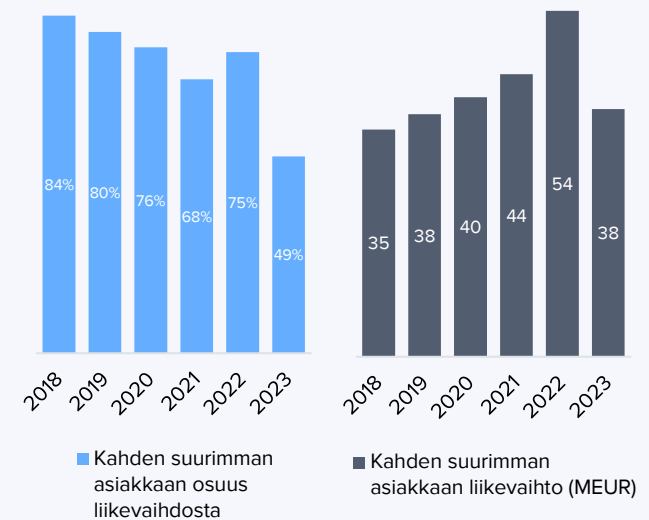
Tecnotreen asiakasportfolio on hyvin keskittynyt, sillä vuonna 2023 kahden suurimman asiakkaan osuus liikevaihdosta oli 49 % laskien kuitenkin voimakkaasti edellisvuoden 75 %:sta MTN:n liikevaihdon laskiessa arviomme mukaan Nigerian nairan heikentymisen vuoksi. Yleisesti yhtiö on viime vuosina onnistunut voittamaan runsaasti uusia asiakkuuksia ja siten hajauttamaan asiakasportfoliotaan. Siten suurimpien asiakkaiden osuus on pidemmällä aikavälillä ollut selvästi laskusuunnassa.

Yhtiön suurimmat asiakkaat ovat eteläafrikkalainen MTN Group sekä meksikolainen Claro (osa America Movil -konsernia). Näistä erityisen suuri on etenkin MTN, jonka liikevaihto vastasi 38 % Tecnotreen vuoden 2023 liikevaihdosta.

Valikoituja Tecnotreen asiakkaita*



*Asiakkaina yhteensä yli 90 teleoperaattoria ja loppukäyttäjää > 1 miljardi



Lähde: Tecnotree, Inderes

Tecnotreen tuoteportfolio

BSS-tuoteperhe ja tukipalvelut
(tuoteportfolion ydin, noin 90 % liikevaihdosta)


Moments, DiWa ja Sensa
(Tecnotreen seuraavien vuosien kasvuajurit, noin 10 % liikevaihdosta)

Digital BSS -palvelualusta




Tulovirran hallinta

- Päähuomio laskutuksessa, veloituksessa ja tukitoimissa
- Erittäin liiketoimintakriittinen elementti
- Rooli myös datan kerääjänä



Asiakkaan hallinta

- Uusien palveluiden luonti
- Keskiössä asiakastytyvyyden ja -pysyvyyden parantaminen
- Operaattorin arvонуonin kannalta oleellisin palanen



Tuotteen hallinta

- Tukee asiakkaan tuotesuunnittelua ja -kehitystä
- Mahdollistaa eri tuotealueiden yhteensovittamisen ja tehostaa operaattorin hinnoitteluprosessia



Tilausten hallinta

- Mahdollistaa eri palvelualueiden yhteensovittamisen
- Parantaa prosessivirtojen tehokkuutta ja kerää dataa
- Laskee asiakaskohtaista kustannusta

Sensa

- CognitiveScalelta saadun IP:n pohjalta rakennettu tekoälyalusta
- Integroitu osaksi yhtiön BSS-tuoteperhettä
- Ratkaisun avulla asiakas voi tuottaa entistä personoidumpia palveluita syventääkseen asiakkaiden sitoutumista, parantamaan operatiivista tehokkuutta ja tukemaan palveluiden monetisaatiota
- Ratkaisua käyttää myös tietyt CognitiveScalen vanhat asiakkuudet (ei operaattoreita)

Moments



- Liiketoiminta-alusta, jonka avulla voi luoda digitaalisia kauppapaikkoja ja ekosysteemejä yhdistämällä eri palveluntarjoajat toisiinsa
- Moments-alustalle pyritään houkuttelemaan esimerkiksi koulutus-, urheilu-, viihde-, ja terveydenhoitoalan toimijoita

Digital Wallet (DiWa)



- Fintech-alusta, joka mahdollistaa ”lompakon hallintaan” liittyvät ratkaisut kuluttajille ja yrityksille
- Pankkipalvelujen yhdistäminen yhdelle alustalle (esimerkiksi rahasiirrot, tilit, talletukset ja asiakkaiden KYC-prosessit)

Vaihtoehto 1: lisenssi + toimitus (kertaluontoista liikevaihtoa) sekä ylläpitoa (toistuvaa liikevaihtoa)

Vaihtoehto 2: ARR-malli (pienempi kertaluontoinen lisenssimaksu ja toistuvaa liikevaihtoa)

Pääosin toistuvaa liikevaihtoa

Transaktiopohjaista toistuvaa liikevaihtoa

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 3/6

Molemmat yhtiöt ovat valtavia ja omilla mantereillaan johtavissa asemissa olevia toimijoita. Lisäksi näiden operaattoreiden alla on yhteensä kymmeniä paikallisoperaattoreita. Tämän myötä myös Tecnotreen tosiasiallinen asiakasportfolio on raportoitua hajautetumpi ja asiakkaita yhtiöllä on yhteensä yli 90.

Tecnotreen asiakasriskiä tasaa mielestämme yhtiön tarjoamien ratkaisuiden liiketoimintakriittinen rooli, mikä kohottaa asiakkaan kohtaamia vaihdon kustannuksia sekä tuo asiakassuhteisiin pitoa. Toisaalta samat tekijät hidastavat uusien asiakkaiden hankkimista. Lyhyellä aikavälillä yhtiön omaa suuntaa ohjaakin edelleen vahvasti suurimpien asiakkaiden näkymät ja investointiaktiiviteetti, sillä asiakaspohjan merkittävä laajentaminen nopealla aikataululla on arviomme mukaan vaikeaa. Isossa kuvassa pidämme asiakasrakennetta riskiprofiilia kohottavana elementtinä suurimpien asiakkaiden vankoista asemista ja asiakassuhteisiin vaikuttavista tekijöistä huolimatta.

Liiketoimintamalli

Alla erilaisia liikevaihtovirtoja

Tecnotreen ansaintamalli rakentuu luonteeltaan muutaman erilaisen tulovirran varaan. Yhtiö itse jakaa myyntituottojensa raportointiin omiin lisensseihin, kolmannen osapuolen ohjelmistoihin ja laitteistoihin, toimituksiin sekä huolto- ja hallintapalveluihin. Näistä omat sekä kolmannen osapuolen lisenssit ovat tietynä hetkenä kirjattavia myyntituottoja, kun taas ylläpito- ja hallintapalvelut sekä toimitus laskutetaan tehdyn työn mukaan ajan kuluessa.

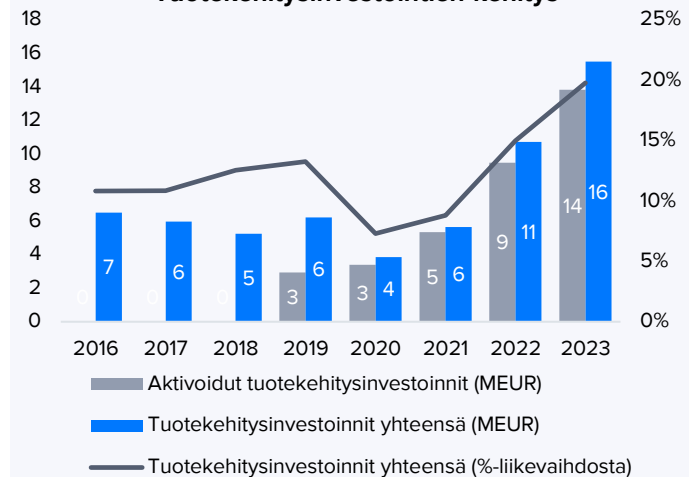
Lisenssin myynnistä tuleva liikevaihto tuloutuu yleensä heti myynnin jälkeen ja toimitus noin 12kk:n sisällä tästä. Lisenssi sekä toimitus ovat tyypillisesti noin puolet koko tilauksen arvosta. Tämän lisäksi yleensä sovitaan 2-3 vuoden ylläpitosopimuksesta jolloin toinen osa tilauksesta tuloutuu jakson aikana. Ajanjakson jälkeen ylläpito- ja huoltosopimus pyritään uusimaan. Jatkuvat ylläpito- ja hallintapalvelut kattoivat noin 37 % Tecnotreen liikevaihdosta vuonna 2023. Lisenssimyynnin tulovirrat ovat arviomme mukaan myös tietyin raja-astein sidottuja operaattoreiden asiakasmääriin, mikä mahdollistaa kasvun operaattoreiden mukana ilman varsinaista uusmyyntiä.

Yhtiö pyrkii jatkossa liikkumaan nykyisestä lisenssimallista kohti jatkuvan liikevaihdon mallia, jossa asiakkaan tekemä kertainvestointi on pieni ja toimitusaika lyhyempi, mutta asiakas maksaa jatkuva kuukausittaisen laskutuksen mukaisesti. Mallin pitäisi tuoda liikevaihtoon, tulokseen ja kassavirtaan lisää ennustettavuutta ja tasaisuutta. Lisäksi tässä mallissa tuotteen räätälöintitarpeen pitäisi olla perinteistä lisenssimallia pienempi. Q1'24:n lopussa reilu 60 % yhtiön tilauskannasta oli jo jatkuvaa laskutusta. Siirtymä jatkuvaan laskutukseen ei nähdäksemme kuitenkaan ratkaise yhtiön asiakkaiden maantieteellisten sijaintien aiheuttamia haasteita yhtiön kassavirtaan. Muutos täysiveriseksi SaaS-yhtiöksi tulee kuitenkin viemään aikaa, eikä yhtiötä vielä toistaiseksi ole perusteltua katsoa tämän toimintamallin tai siihen liittyvän potentiaalin kautta. Esimerkiksi tuotteissa on edelleen käsityksemme mukaan merkittäviä asiakaskohtaisia räätälöintitarpeita.

Liikevaihdon jakauman kehitys



Tuotekehitysinvestointien kehitys



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 4/6

Omien tuoteratkaisujen myyntiin, käyttöönottoon ja tukipalveluihin liittyvien tulovirtojen lisäksi yhtiöllä on jonkin verran myös kolmansien osapuolten ohjelmistojen ja laitteiden myyntiin liittyvää toimintaa. Tecnotreen näkökulmasta tämän toiminnan taloudellinen merkitys on kuitenkin suhteellisen pieni (2023: 2,8 MEUR). Strategisessa mielessä yhteistyö kolmansien osapuolien kanssa on kuitenkin perusteltua, sillä sitä kautta yhtiö saa kumppanuussuhteita resursseiltaan suurempien toimijoiden kanssa. Tämä puolestaan voi pitkällä aikavälillä tuoda yhtiölle sellaisia päänavauksia, joiden saavuttaminen omin voimin voisi osoittautua vaikeaksi.

Tuotekehitykseen käytetään runsaasti pääomia

Tecnotreen liiketoimintamalli on ohjelmistoyhtiölle varsin tyypillinen, sillä yhtiö kehittää, myy ja ylläpitää itse luomiaan tuoteratkaisuja. Tuotekehitys on yhtiön kannalta kriittinen toiminto, sillä yhtiön kilpailukyky nojaa vahvasti tuotteidensa teknologisiin kyvykkyyksiin. Tuotekehityksessä onnistuminen on siten kriittistä myös asiakashankinnan ja -pidon sekä myös pidemmän aikavälin omistaja-arvon luonnin kannalta. Tuotekehitys on luonteeltaan jatkuvaa ja arviomme mukaan sen keskiössä ovat sekä tiiviit dialogit asiakkaiden kanssa että toimialan ja sen suuntausten ennakoiminen. Tuotekehityksessä onnistuminen on luonnollisesti pitkällä aikavälillä riippuvaista siitä, saako yhtiö rekrytoitua ja sitoutettua osaavia kehittäjiä.

Tällä hetkellä yhtiö investoi vahvasti edelleen Digital BSS-tuoteperheeseensä sekä kasvuaihioihinsa (Sensa, Moments ja DiWa). Momentsiin ja DiWaan tehtäviä investointeja ei

käsityksemme mukaan kuitenkaan aktivoida taseeseen. Lisäksi yhtiön tuotekehityksen fokuksessa on BSS-ratkaisujen transformaatio ARR-malliin. BSS-tuotteet vaativat aina jonkin verran asiakaskohtaista räätälöintiä, mikä kattaakin käsityksemme mukaan merkittävän osan investoinneista.

Edellisen viiden vuoden aikana tuotekehitysinvestoinnit ovat olleen keskimäärin noin 13 % liikevaihdosta. Sekä absoluuttinen että suhteellinen taso on kuitenkin noussut erittäin voimakkaasti viime vuosina. Vuodesta 2020 alkaen yhtiö myös aloitti aktivoimaan tuotekehitysmenojaan taseeseen (3,4 MEUR). Vuonna 2023 taseeseen aktivoitiin jo 13,9 MEUR (tuotekehitysmenot yhteensä 15,5 MEUR) ja kokonaisuudessaan tuotekehitysmenot vastasivat 20 % liikevaihdosta. Käsityksemme mukaan kuitenkin vain kasvuinvestoinneiksi mielletävät investoinnit aktivoidaan taseeseen ja vanhojen tuotteiden ylläpitoon tehtävät investoinnit kirjataan kuluina. Poistotaso nousi vuonna 2023 3,9 MEUR:oon (2022: 1,5 MEUR), mutta on edelleen matala suhteessa investointeihin, minkä myötä tuotekehitysmenojen aktivoinnilla on merkittävä kannattavuutta kohottava vaikutus verrattuna tilanteeseen missä yhtiö kirjaisi tuotekehityksensä kuluina. Siten nykyinen kannattavuus antaakin kassavirtaprofilista liian ruusuisen kuvan.

Operaattorin näkökulmasta Tecnotreen BSS-ratkaisut ovat hyvin tärkeässä roolissa, sillä ilman niitä liiketoimintaa on käytännössä mahdotonta ohjata. BSS-ratkaisuilla asiakkaat pyrkivät myös lisäämään toimintansa kustannustehokkuutta ja tekemään siitä kauttaaltaan reagointikykyisempää (mm. uusien palveluiden lyhyempi markkinoillesaattoaika). Uskomme tämän

korostuvan Tecnotreen asiakkuuksissa, sillä nämä toimivat nopeasti kehittyvien ja suhteellisen matalien asiakaskohtaisten liikevaihtojen (ARPU) markkinalla. BSS-ratkaisuiden liiketoimintakriittisen luonteen vuoksi niihin liittyvä päätöksenteko on vahvasti kytköksissä strategiaan valintoihin. Käsityksemme mukaan hintaa merkittävämpiä kilpailutekijöitä ovatkin tuotteen teknologiset kyvykkyydet sekä asiakkaan liiketoiminnan hyvä ymmärtäminen. Toisaalta tuotekehitykseen käytettävät merkittävät pääomat viestii myös toimialan kovasta kilpailusta ja operaattorien neuvotteluvoimasta, missä tuotekehitykseen tulee investoida voimakkaasti vain jotta kilpailukykyä pystytään ylläpitämään. Tämä kokonaisuusua peilaten Tecnotreen arvoketjuasema on jossain määrin haastava. Nykyisellä investointitahdilla tuloskasvun pitää olla nähdäksemme varsin voimakasta, jotta voimme todeta runsaiden investointien tuottavan selvästi omistaja-arvoa.

Yhtiön pitkä operatiivinen historia sekä viime vuosina voittamat lukuisat uudet asiakkuudet ovat mielestämme hyviä osoituksia yhtiön oman teknologian kilpailukykyä etenkin kehittyvillä markkinoilla. Kehittyneillä markkinoilla yhtiöllä on mielestämme vielä todistettavaa BSS-tuoteperheensä teknologisen kilpailukykynsä osalta.

Myyntisyklit ovat useimmiten pitkiä

Tecnotreen tuoteratkaisuiden liiketoimintakriittistä roolia linjaten yhtiön myynnin tulokulma on arviomme mukaan konsultoiva ja ratkaisukeskeinen. Tämä korostaa asiakkaan liiketoiminnan syväluontoista ymmärtämistä osana toimivaa myyntiprosessia. Yhtiön myynti on pääosin suoramyntiä.

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 5/6

Arviomme mukaan yhtiön myyntisyklit ovat verrattain pitkiä ja myös uudet asiakkuudet käynnistyvät tyypillisesti pienemmistä ratkaisuisista ja etenevät myöhemmin kokoluokaltaan suurempaan myyntiin. Myyntiprosessissa asiakkaiden tarpeiden kartoittaminen viekin usein aikaa ja asiakkaalle tarjotaan usein demoratkaisuja prosessin aikana.

Pitkät myyntisyklit heijastuvat asiakkaiden omaan riskienhallintaan (mm. saumattoman prosessivirran turvaaminen), sillä liiketoimintakriittisiä järjestelmiä yleensä vaihdetaan / päivitetään aina vaiheittain. Isoilla operaattoreilla on tyypillisesti myös useita strategisia järjestelmätoimittajia. Vastapainona asiakassuhteet ovat usein hyvin pitkäkestoisia.

Kulurakenne on skaalautuva

Tecnotreen kulurakenne on ohjelmistoyhtiölle ja henkilöntensiviselle liiketoiminnalle hyvin tavanomainen. Selvästi suurin osa yhtiön kustannuksista on kiinteitä, joista arvioimme suurimman osan kohdistuvan tuotekehitys- ja myyntiorganisaatioon. Henkilöstöstä suurin osa (2023: 83 %) työskentelee Intiassa, jossa palkkataso on länsimaita huomattavasti matalampi. Tämä luokin yhtiölle mielestämme tiettyä kulupuolen suhteellista etumatkaa verrattuna sellaisiin länsimaisiin kilpailijoihin, joiden henkilöstö työskentelee korkeamman kustannustason alueilla. Vuonna 2023 keskimääräinen henkilöstökulu oli noin 28 TEUR, mikä on varsin matala taso. Lukua osittain saattaa vääristää yhtiön kasvaneet tuotekehitysinvestointien aktivoinnit. Kestäväksi kilpailueduksi matalaa palkkatasoa ei kuitenkaan voi mielestämme sanoa, kun huomioidaan Intian länsimaita vauhdikkaampi palkkainflaatio sekä mallin kopioimisen helppous.

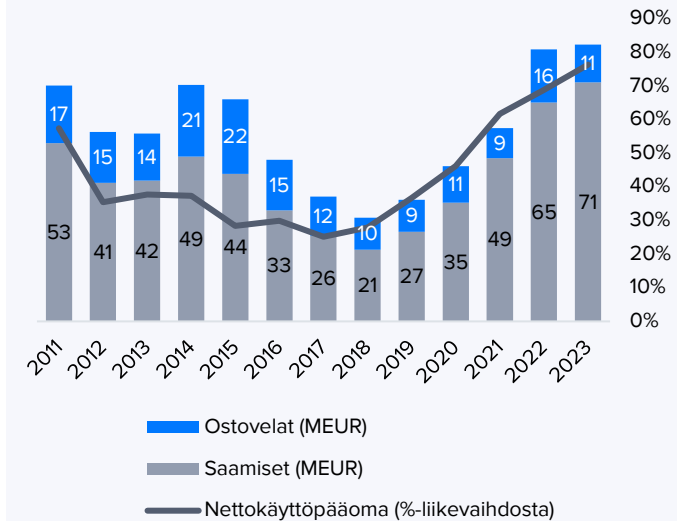
Tecnotreellä on myös ohjelmistoyhtiölle tyypillisesti korkeat bruttokatteet (2023: 94 %). Kiinteä kulurakenne ja korkeiden bruttokatteiden liiketoiminta tarkoittaa sitä, että liikevaihdon kasvu skaalautuu tulokseen hyvin. Toisaalta usein uusmyynti ja toimitukset vaativat jonkin verran etupainotteisia panostuksia, ja siten myös kiinteä kulumassa usein paisuu kasvun myötä. Kääntöpuolena korkeissa bruttokatteissa on se, että liikevaihdon jäädessä matalaksi näkyy tämä myös suoraan tuloksessa negatiivisesti.

Käyttöpääomaa sitoutuu taseeseen runsaasti

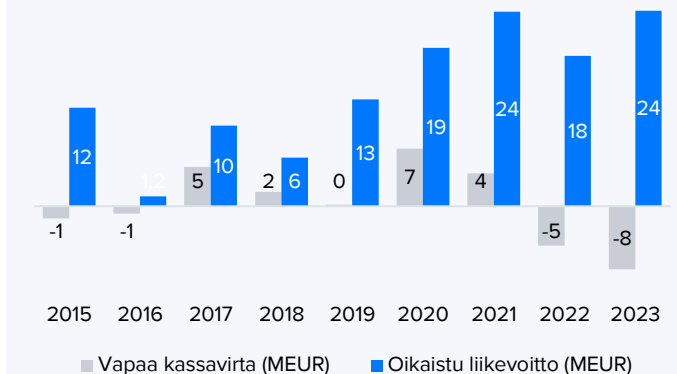
Tecnotreen toiminta on erittäin käyttöpääomaintensiivistä kasvun sitoessa erityisesti saamia runsaasti. Yhtiö kirjaa projektien tuloutukset muihin saamisiin ja myyntisaamisten kirjaus tapahtuu, kun asiakasta on laskutettu. Historiallisesti yhtiön toimintaan on sitoutunut nettokäyttöpääoma noin 25-50 % liikevaihdosta. Vuodesta 2018 eteenpäin yhtiön kasvaessa vahvasti osuus on kohonnut merkittävästi, ja vuoden 2023 lopussa taso kohosi jo 76 %:iin, mikä on poikkeuksellisen korkea taso. Saamia oli 2023 lopussa yhteensä 71 MEUR, josta ”muut saamiset” olivat 38 MEUR. Näihin sisältyy projektien tuloutusten lisäksi käsityksemme mukaan tietyissä maissa maksettuja ennakkoveroja sekä kiinteistöjen vuokratarkuita. Toisaalta tänne sisältyy myös Lähi-idässä myytyyn liiketoimintaan liittyvä saaminen, joka ei sinänsä liity operatiiviseen liiketoimintaan.

Käyttöpääoman sitoutumista selittää sekä Tecnotreen suurimpien asiakkaiden suuri suhteellinen neuvotteluvoima (pitkät maksuajat) sekä liiketoiminnan painottuminen poliittisesti ja taloudellisesti haastavien olosuhteiden maihin.

Käyttöpääoman sitoutuminen ja kehittyminen



Vapaan kassavirran ja oikaistun liikevoiton kehitys



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 6/6

Joissain Tecnotreen toimintamaissa keskuspankeilla saattaa olla rajoituksia dollarimääräiselle rahaliikenteelle, mikä hidastaa ajoittain saamisten kotiuttamista merkittävästi. Myös erikoistilanteet, kuten viime vuonna Nigerian Nairan devalvoituminen aiheuttavat haasteita rahavirran osalta, mikäli valuutan arvon heikkenee ennen kuin raha saadaan kotiutettua. Käsityksemme mukaan ongelma onkin pääasiassa asiakkaiden maantieteellisissä sijainneissa, eikä niinkään asiakkaissa itse.

Yhtiö pyrkii kuitenkin aktiivisesti parantamaan tilannetta saamisten perinnän suhteen muun muassa liiketoimintamuutoksen (jatkuvaluontoinen liikevaihto) avulla, laajentamalla kehittyneille markkinoille, erilaisilla valuuttaswap-ratkaisuilla sekä asettamalla myyntikannustimet riippuvaisiksi rahavirran kotiuttamisvauhdista. Liiketoimintamallin ja maantieteellisen painottumisen muutoksessa kestää kuitenkin oman aikansa, emmekä näe näiden toimien tuovan erityisen nopeaa helpotusta tilanteeseen.

Saamisten kasvu muodostaa joka tapauksessa jo merkittävän riskikeskittymän Tecnotreen taseessa. Huonossa skenaariossa käyttöpääoman sitoutuminen voi vaikuttaa myös tulostasoon, mikäli pitkiksi venyneisiin saataviin liittyvät riskit realisoituvat ja yhtiö joutuisi alaskirjaamaan niitä. Q1'24:n lopussa yhtiön myyntisaamisista 61 % oli erääntynyt ja 12 % oli ollut erääntynyt jo yli vuoden. Yhtiö on tehnyt varauksia osan saamistensa suhteen ja näemmekin riskin mahdollisille alaskirjauksille. Myyntisaamisiin liittyvät riskit ovat kuitenkin asiakaskohtaisesti merkittävästi hajautetummat kuin yhtiön kriisivuosina, jolloin ongelmat syntyivät pääosin yksittäisen suuren projektin saamisista.

Käsityksemme mukaan saamisten kasvuun ei liity projektihaasteita tai riitatilanteita. Vaikka yhtiö onnistuisikin kotiuttamaan saamisensa lopulta, korkea käyttöpääomaintensiteetti aiheuttaa ongelmia kasvun tavoittelulle, sillä pienikin volyymikasvu sitoo huomattavan määrän käyttöpääomaa. Tämä rasittaa yhtiön kassavirtaa ja vaikuttaa sitä kautta myös pääoman allokoointiin.

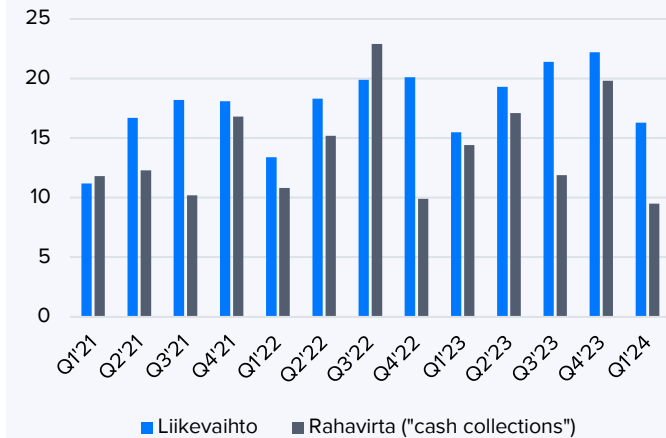
Kriisivaiheesta selvitty, mutta liiketoimintamallin haasteet edelleen esillä

Tecnotree ajautui 2010-luvun alussa liiketoiminnan erilaisen rakenteen sekä projekti-riskien realisoitumisen seurauksena pahoihin rahoitusvaikeuksiin ja lopulta vuonna 2016 [saneerausohjelmaan](#). Ohjelman piti alun perin kestää vuoteen 2025 asti, mutta se päättyi etuajassa syksyllä 2021, kun yhtiö maksoi saneerausvelkansa loppuun suunnatun annin kautta kerätyillä varoilla.

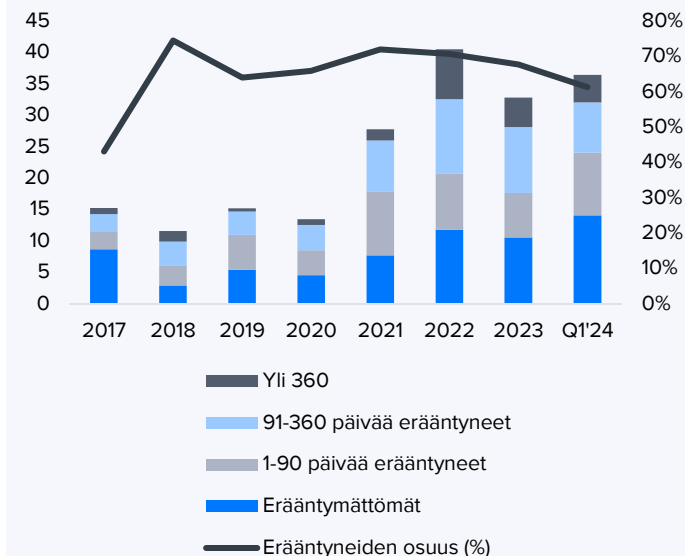
Tecnotreen viime vuosina selvästi positiivisesta tuloksesta huolimatta yhtiön liiketoiminnan luoma rahavirta on jäänyt viime vuosina heikoksi. Ennen kuin kassavirtaprofiili paranee on mielestämme perusteltua, ettei yhtiö käytä merkittävää velkavipua liiketoiminnassaan. CognitiveScale – yritysjärjestelyn myötä yhtiö sai hieman velkaa, mutta tämä on kokonaisuuden kannalta pieni erä. Vuoden 2023 lopussa korollista velkaa taseessa oli 5,7 MEUR.

Tecnotreen paluu kasvu-uralle onkin nostanut esille jälleen esille yhtiön liiketoimintamallin sekä maantieteelliseen asemoitumiseen liittyviä rakenteellisia heikkouksia. Rahoituksen kerääminen vaihtovelkakirjoilla viestii myös siitä, että yhtiön liiketoiminnan kassavirta ei vielä riitä rahoittamaan yhtiön tuotekehitystä ja kasvua.

Liikevaihto ja rahan kotiuttaminen ("cash collections")



Myyntisaamisten ikäjakauma



Sijoitusprofiili 1/2

Tecnotree profiloituu korkeariskiseksi kasvuyhtiöksi

Edelliset viisi vuotta ovat olleet vaiherikkaita Tecnotreelle, kun yhtiö on muuntautunut kriisiyhtiöstä käänteen kautta profiililtaan kannattavan kasvun yhtiöksi. Paluu kasvu-uralle on kuitenkin nostattanut jälleen esiin yhtiön liiketoimintamalliin liittyvän rakenteellisen heikkouden eli käyttöpääoman sitoutumisen sekä korkeat investointitarpeet ja siten heikon kassavirran luontikyvyn. Kysymysmerkit yhtiön tuloksen laadusta ovatkin nousseet aiheesta pinnalle, kun myyntisaamiset ovat jatkaneet paisumistaan yhtiön taseessa ja yhtiön aktivoitua jatkuvasti enemmän tuotekehitysmenojaan taseeseensa. Tulevina vuosina yhtiön sijoitustarinan kannalta keskeistä onkin seurata kassavirtaprofiilin tervehtymistä.

Vahvuudet ja arvoajurit

Teknologisesti kyvykkäät ratkaisut ja pitkät asiakassuhteet:

Tecnotreen ratkaisut ovat käsityksemme mukaan teknologisesti kyvykkäitä kehittyvillä markkinoilla, mistä yhtiön pitkä operatiivinen historia ja viime vuosien vahva kasvu ovat hyviä osoituksia. Myös yhtiön asiakassuhteet ovat pitkäaikaisia ja ne ovat kestäneet vaikeidenkin aikojen yli. Mielestämme nämä ovat konkreettisia osoituksia yhtiön tuotteiden liiketoimintakriittisyydestä sekä asiakaslupausten lunastamisesta. Kehittyneillä markkinoilla yhtiöllä on nähdäksemme vielä todistettavaa kilpailukyvyyn osalta.

Kustannustehokas toimintamalli: Yhtiö on hionut toimintamallinsa kriisivuosina varsin kustannustehokkaaksi ja yhtiön sisälle on

muodostunut kulukontrollia painottava kulttuuri. Kulutehokkuutta voikin pitää yhtiön vahvuutena ja se antaa esimerkiksi yhtiölle liikkumatilaa tarvittavien kasvuinvestointien tekemiseen, joita uudet asiakkuudet nyt vaativat.

Orgaaninen kasvu: Tecnotreen orgaanisen kasvun ensisijaiset ajurit ovat teleoperaattoreiden infra- ja ohjelmistoinvestoinnit. Näitä puolestaan ajaa operaattoreiden liiketoimintamallien murrokset, joissa operaattorit muuntautuvat asteittain digitaalisten palveluiden markkinapaikoiksi ja jakelijoiksi. Lisäksi taustalla vaikuttavat tietyt megatrendit kuten digitalisaation eteneminen ja kaupungistuminen. Tecnotreen suurimmat asiakkaat ovat kasvu- ja investointikykyisiä ja viime vuosina yhtiö on onnistunut myös uusasiakashankinnassa. Tämä kokonaisuus huomioiden orgaanisen kasvun edellytykset ovat hyvät, mistä myös yhtiön vahva tilauskanta osaltaan kertoo. Operaattoreiden lisäksi yhtiö pyrkii hakemaan uusia asiakkuuksia muista vertikaaleista, mistä yhtiöllä on jo alustavia näyttöjä. Hyvien kasvumahdollisuuksien lisäksi tämä madaltaisi yhtiön riskiprofiilia. Siten yhtiön uusissa kasvuhankkeissa onnistuminen olisi pitkän tähtäimen arvonluonnin kannalta erittäin tärkeää.

Liiketoimintamallin transformaatio: Tecnotreen liiketoimintamalli on viimeisten vuosien aikana käännetty vanhan sukupolven projektitoiminnasta pääosin tuotepohjaiseen lisenssimyyntiin. Tiettyjä räätälöintitarpeita yhtiön myymissä tuotteissa kuitenkin aina on. Nyt yhtiö pyrkii siirtymään asteittain entistä voimakkaammin jatkuvan liikevaihdon ARR-malliin. Tämän murroksen myötä yhtiön tulovirroilla olisi edellytyksiä muuttua aikaisempaa skaalautuvammiksi,

ennustettavammiksi sekä vähäriskisemmiksi. ARR-mallissa myös ohjelmistojen päivittämisen luonne tyypillisesti helpottuu, kun asiakkaila ei ole käytössä enää useita eri ohjelmistoversioita. Tämän tulisi pitkällä aikavälillä tuoda lisää kulutehokkuutta ja maltillistaa tuotteiden räätälöintitarpeita. Tämä transformaatio on käynnistynyt hyvin, sillä uusista tilauksista suurin osa on jo ARR-mallin mukaisia tilauksia.

Heikkoudet ja riskitekijät

Saamiisiin liittyvät riskit ja heikko kassavirta:

Yhtiön kasvu sitoo merkittävästi käyttöpääomaa erityisesti saamisten kasvun myötä. Merkittävä syy tälle on se, että yhtiö toimii maantieteellisesti haastavilla markkinoilla mistä rahojen kotiuttaminen voi olla haastavaa ja aikaavievää. Yhtiön vanhan liiketoimintamallin myötä rahan kotiuttaminen on myös usein vasta mahdollista, kun toimitus on tehty. Yhtiön kasvaessa käyttöpääomaa sitoutuu merkittävästi ja kassavirta on siten rakenteellisesti raportoitua tulostasoa heikompi. Tämä on näkynyt myös osakemarkkinoilla sijoittajien luottamuksen heikentymisessä, sillä Tecnotree on historiassaan kriisiytynyt saamiin liittyen ongelmien ja heikon kassavirran takia. Mikäli saamia jouduttaisiin alaskirjaamaan tekisi tämä loven niin yhtiön tulokseen kuin taseeseen. Tämä myös heikentäisi luottamusta yhtiön kassavirran luontikykyyn pidemmällä aikavälillä. Lisäksi yhtiö kilpailukyvyyn ylläpitäminen toimialalla vaatii jatkuvasti merkittäviä tuotekehitysinvestointeja, eikä viime vuosina yhtiö ole kyennyt rahoittamaan näitä investointeja kassavirrallaan. Yhtiön tulos ei siis ainakaan tällä hetkellä konvertoitu tehokkaasti kassavirraksi.

Sijoitusprofiili 2/2

Operaattoreiden IT-infrat ja investointien

syklyisyys: Useiden operaattoreiden IT-järjestelmät ovat rakennettu edelleen vanhojen, kalliiden, varsin kömpelöiden ja useiden erilaisten ohjelmistojen varaan. Vanhojen järjestelmien korvaaminen on teknisesti aikaa vievää ja kallista. Tämä voi lyhyellä ja keskipitkällä aikavälillä jarruttaa operaattoreiden muutosvauhtia jarruttaen kysyntää Tecnotreen ratkaisuille. Pitkällä aikavälillä tähän liittyvä riski on mielestämme kuitenkin rajallinen, sillä jossain vaiheessa operaattoreiden tekninen velka on purettava. Perusluonteeltaan operaattoreiden investoinnit ovat jokseenkin sykliisiä, jota voi pitää Tecnotreen kannalta riskinä.

Asiakasriski: Tecnotreen kahden suurimman asiakkaan osuus liikevaihdosta on 49 %. Näin ollen yhtiön asiakasportfolio on hyvin keskittynyt, vaikka suurimpien asiakkaiden alla onkin useammalta paikalliselta operaattorilta tulevia tulovirtoja. Jommankumman pääasiakkaan menettäminen tai merkittävä supistuminen olisi yhtiölle kuitenkin massiivinen takaisku ja tekisi ison loven sekä liikevaihtoon että tulokseen. Asiakassuhteet näiden operaattoreiden kanssa ovat kuitenkin pitkiä, minkä lisäksi tiettyä suojaa asiakasriskejä vastaan tuo myös Tecnotreen toimittamien ratkaisuiden liiketoimintakriittisyys.

Kilpailukentän ja / tai -aseman muutokset:

Tecnotree on pieni toimija globaalissa ja useita toimijoita sisällään pitävässä OSS/BSS-markkinassa. Vaikka Tecnotreen ratkaisut ovat käsityksemme mukaan kilpailukykyisiä, on tarjolla myös useita muita vartenotettavia vaihtoehtoja. Mikäli suuremmilla resursseilla varustellut toimivat kilpailijat päättävät vahvistaa läsnäoloaan Tecnotreelle tärkeillä alueilla voi yhtiön

kilpailuasema heikentyä. Pilvitransformaation myötä toimialan alalle tulon kynnykset myös laskevat, mikä lisää osaltaan uusien kilpailijoiden tuomaa uhkaa. Kilpailukenttä voi myös muuttua vaikeammaksi operaattorien tai kilpailijoiden yritysjärjestelyjen seurauksena.

Tuotekehitystyössä epäonnistuminen:

Tecnotreen pitkän aikavälin menestyksen kannalta jatkuvat tuotekehityspanostukset ja näissä onnistuminen ovat kriittisiä. Näissä panostuksissa epäonnistuminen vaikuttaisi suoraan yhtiön nykyisiin asiakassuhteisiin, uusmyyntiin, kilpailuasemaan sekä näiden tekijöiden summana pidemmän aikavälin arvonluontiedellytyksiin. Yhtiön tulee myös jatkuvasti kyetä ennakoimaan asiakkaidensa liiketoimintojen kehityssuuntia ja ohjata investointejaan sen mukaisesti. Tässä yhtiön historialliset näytöt ovat mielestämme hyvät, mikä ei tietystikään ole tae tulevaisuudesta.

Kehittyvien markkinoiden riskit: Käyttöpääomaan liittyvät riskit liittyvät osittain myös Tecnotreen strategiseen valintaan toimia poliittisesti ja taloudellisesti epävakailta alueilla. Kassavirran kotiuttaminen ei olekaan aina täysin yhtiön omista käsissä. Saamisten kotiuttamiseen liittyvien riskien lisäksi myös paikalliset verolait aiheuttavat yhtiölle haasteita esimerkiksi lähdeverojen kautta. Lisäksi kehittyvillä markkinoilla toimiminen aiheuttaa merkittäviä valuuttariskejä, joita realisoitui vuonna 2023. Ylipäätään yhtiön toimintaympäristön kehityksen ennustettavuus ei ole parhaimmasta päästä.



SWOT-analyysi

Vahvuudet

- Hyvä toimiala- ja teknologiaosaaminen
- Pilvipohjainen ja laaja tuoteportfolio
- Ketterä toimintamalli
- Kilpailukykyinen hintapiste
- Pitkät asiakassuhteet ja vuosikymmenten operatiivinen historia

Heikkoudet

- Suurimpien asiakkaiden osuus liikevaihdosta on edelleen suuri
- Pienen toimijan resurssit ovat moneen suuntaan rajallisia
- Käyttöpääoman sitoutuminen ja mittavat investointitarpeet rasittavat kassavirtaa
- Kehittyvillä alueilla paljon omien käsien ulkopuolisia muuttujia

Mahdollisuudet

- Pitkän aikavälin orgaaninen kasvunäkymä on hyvä
- Liiketoimintamallin transformaatio nostaa tulospotentiaalia ja laskee riskitasoa
- Operaattorikentän ulkopuoliset vertikaalit
- Potentiaalinen yritysostokohde suuremmalle toimijalle

Uhat

- Saamisiin liittyvät riskit
- Merkittävän asiakkaan supistuminen tai kokonainen poistuminen
- Kilpailukentän rakenteelliset muutokset
- Nykyisissä investoinneissa ja tuotekehityksessä epäonnistuminen
- Poliittisten riskien realisoituminen

Sijoitusprofiili

1.

Orgaaninen kasvunäkymä on hyvä

2.

Kasvu sitoo käyttöpääomaa ja kassavirta on kroonisesti tulosta heikompi

3.

Kilpailukyvyyn ylläpito vaatii jatkuvia merkittäviä tuotekehitysinvestointeja

4.

Asiakasjakauma on keskittynyt

5.

Liiketoimintamallimuutoksella tavoitellaan parempaa kassavirtaprofiilia

Potentiaali



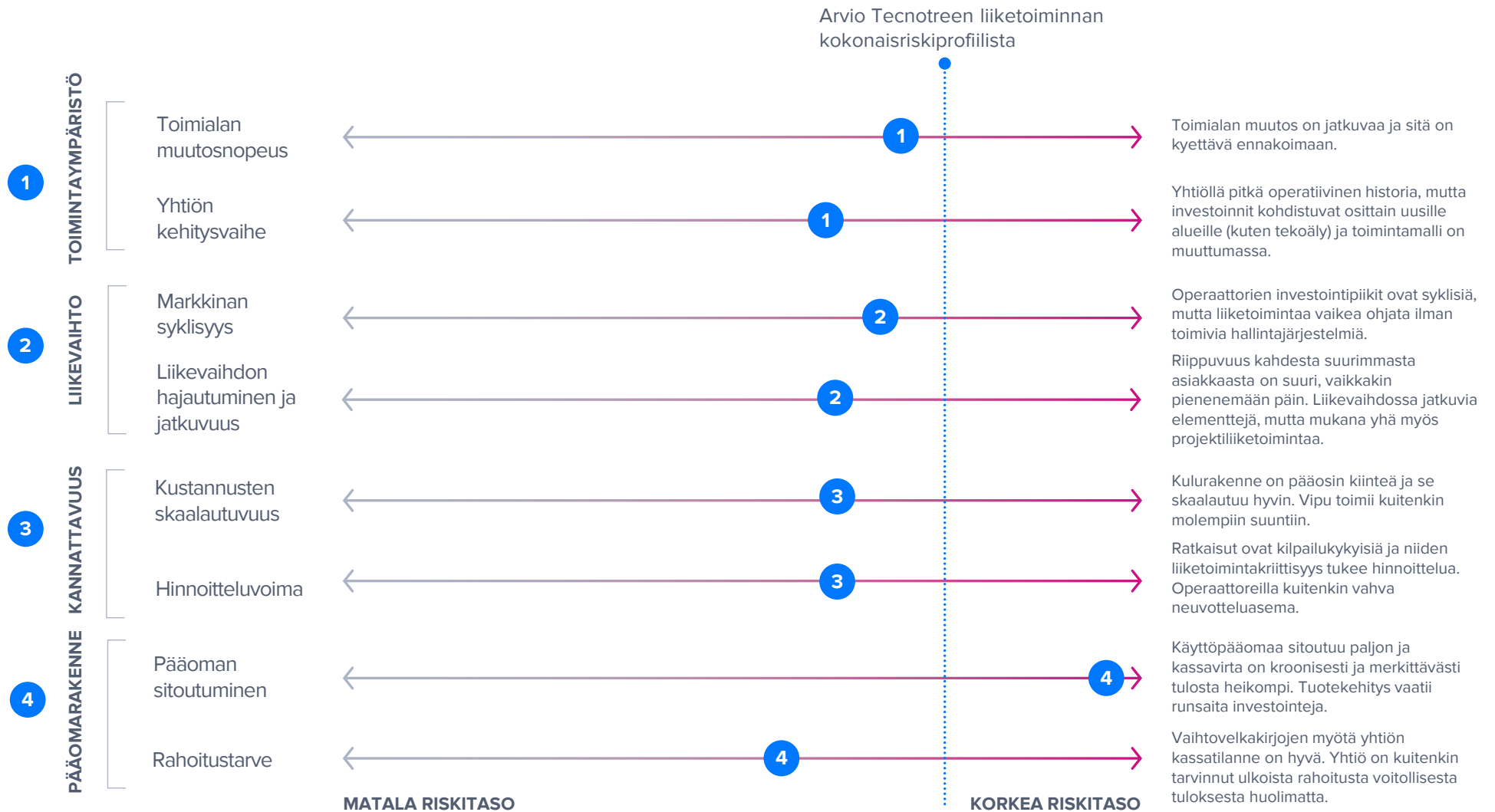
- Tecnotreen toimialaosaaminen ja teknologinen kilpailukyky on vankka
- Toimialan orgaaniset ajurit ovat vahvoja ja kasvunäkymä on yleisesti hyvä
- Liiketoimintamallin muutoksella pyritään kohentuneeseen kassavirtaprofiiliin
- Pitkällä tähtäimellä kasvu kehittyneillä markkinoilla ja operaattorikentän ulkopuolelta
- Jatkuvien tulovirtojen osuuden kasvu tulevaisuudessa

Riskit



- Kassavirtaprofiili on heikko käyttöpääoman sitoutumisen sekä runsaiden investointien myötä
- Operaattoreiden investoinnit ovat syklisiä ja asiakasjakauma on erittäin keskittynyt
- Myyntisaamisiin liittyvät riskit
- Tuotekehitystyössä epäonnistuminen
- Kehittyvillä markkinoilla toimimiseen liittyy valuuttariskejä sekä geopolitiittisia riskejä

Liiketoimintamallin riskiprofiili



Toimiala ja kilpailukenttä 1/4

Kokonaismarkkina on iso ja kasvava

Tecnotree on globaalisti operoiva BSS-ratkaisuiden kokonaistoimittaja. Koko toimialaa on tyypillisesti tarkasteltu siten, että BSS-ratkaisuiden kylkeen on liitetty myös liiketoimintojen tukiohjelmistojen eli OSS-ratkaisuiden (Operations Support Systems) markkina. OSS-ratkaisut keskittyvät operaatioiden hallintaan, kuten operaattorien tapauksessa verkon hallintaan ja suunnitteluun. BSS-ratkaisut keskittyvät sen sijaan liiketoiminnan pyörittämiseen ja organisaation sisäisiin aktiviteetteihin. Mielestämme Tecnotreelle relevanttia kohdemarkkinaa on perusteltua katsoa koko OSS/BSS-markkinan näkökulmasta, vaikka yhtiö itse onkin asemoitunut puhtaasti BSS-maailmaan ja sen sisällä toistaiseksi vielä käytännössä pelkkään operaattorikenttään. Kokonaisuudessaan markkina koostuu varsinaisista järjestelmäinvestoinneista sekä niihin liittyvistä käyttö- ja tukipalveluista.

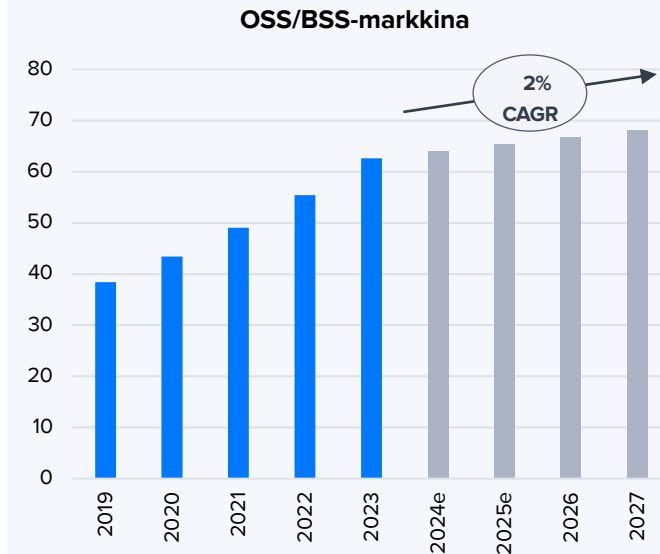
Eri markkinatutkimusyhtiöiden mukaan globaalin OSS/BSS-markkinan koko vuonna 2023 oli noin 60 miljardia dollaria. Käsityksemme mukaan BSS-toiminta on tästä kakusta hallitsemampi osapuoli, joskin täysin tarkan kahtiajaon tekeminen OSS:n ja BSS:n välisiin markkinaosuuksiin on vaikeaa. Tämän taustalla on se, että markkinoiden välillä on huomattavia päällekkäisyyksiä niin kysyntä- kuin tarjontapuolella.

Vertikaaleittain telekommunikaatiosektori on selvästi markkinan suurin. Global Market Insightin mukaan tämä vertikaali vastaa hieman alle 80 % markkinasta. Muita merkittäviä toimialoja ovat muun muassa finanssi- ja mediatoimialat. Tecnotreelle oleellista on mielestämme se, että alla oleva markkina on yhtiön kokoluokkaan

suhteutettuna valtava, emmekä näe sen asettavan yhtiön kasvulle rajoitteita.

Eri tutkimuslaitoksilla on varsin poikkeavia arvioita OSS/BSS-markkinan lähivuosien kasvuvauhdista. Joidenkin laitosten mukaan markkinan kasvuvauhti tulee olemaan noin 10 %:n tietämillä. Yleisesti hyvässä maineessa olevan Gartnerin ennuste keskimääräiselle vuosittaiselle markkinakasvulle vuosille 2022-2027 sen sijaan on vain noin 2 %. Tecnotree itse on myös viitannut kyseiseen tutkimukseen. Markkinan kasvua hidastavia tekijöitä on muassa operaattorien teknologiatransformaatioihin liittyvien investointien lykkäys, minkä taustalla on erityisesti keskimääräisen operaattorien palveluiden käyttäjäkohtaisen liikevaihdon (ARPU) vaisu kehitys. Osaltaan arviomme mukaan myös korkojen nousu selittää investointitahdin hidastumista.

Maantieteellisesti kasvun on arvioitu olevan vauhdikkainta kehittyvillä talousalueilla teknologisesti matalamman lähtötason ja siten suhteellisesti vauhdikkaamman digitalisoitumisen myötä. Näiden alueiden johtavien operaattoreiden vaatimukset hallintajärjestelmiä koskien ovat käsityksemme mukaan korkeita. Tätä selittää se, että alueiden asiakaskohtaiset liikevaihdot (ARPU) ovat tyypillisesti hyvin matalia ja operaattoreiden oma tuloksetekokyky vaatii taakseen korkean asiakasmassan ja siten sekä skaalautuvan että joustavan liiketoiminnan hallintajärjestelmän. Tästä näkökulmasta Tecnotreen maantieteellinen asemoituminen kehittyville markkinoille on hyvä, joskin asemoituminen tänne tuo omat riskit. Yhtiön asiakasportfolion rakenne on mielestämme myös osaltaan osoitus yhtiön teknologian kilpailukyvyistä.



Toimiala ja kilpailukenttä 2/4

Markkinan rakenne on pirstaloitunut

Toimialan tarjontapuolen rakenne on varsin hajaantunut. Toimijoiden kirjo on hyvin laaja, sillä markkinassa operoivat sekä tiettyihin segmentteihin erikoistuneet että laajan tuoteportfolion (useissa vertikaaleissa olevat yhtiöt) tuote-yhtiöt ja lukuisat pienemmät paikalliseen markkinaan erikoistuneet toimijat (ml. IT-palvelutalot). Tämän lisäksi markkinalla operoivat asiakkaiden omat IT-yksiköt, suuret globaalit verkkoyhtiöt sekä monikansalliset järjestelmäintegraattorit. Yhteensä OSS/BSS-markkinassa jollain tavalla operoivia yhtiöitä onkin arviomme mukaan satoja.

Toimialan polarisoituneisuudesta kertoo se, että suurimpien toimijoiden — muun muassa Amdocs, Ericsson, Huawei, Oracle ja CSG — yhteenlaskettu markkinaosuus on eri arvioiden mukaan noin puolet markkinasta. Tätä selittää näkemyksemme mukaan etenkin se, että vanhassa On-Premise-maailmassa suuret resurssit ovat olleet keskeisimpiä menestystä määrittäviä tekijöitä. Erityisesti johtavat operaattorit ovat pyrkineet parantamaan omien toimintojensa kilpailukykyä hyvin räätälöidyillä ratkaisuilla ja suosineet siten ensisijaisina strategisina kumppaneinaan suuria ja toimituskykyisiä yhtiöitä. Tämä on luonut ja vahvistanut juuri resurssiltaan valtavien toimijoiden skaalapohjaisia (mm. räätälöintikyky) kilpailuetuja. Etenevän pilvitransformaation myötä tämä perinteinen dynamiikka on kuitenkin jossain määrin muuttumassa, mikä tarjoaa arviomme mukaan Tecnotreen kaltaisille pienille ja ketterille toimijoille houkuttelevia kasvumahdollisuuksia.

Toimialan hajanaisen rakenteen takia markkinoilla on nähty historiassa myös kohtuullisen runsas määrä yritysjärjestelyjä. Konsolidaatioissa tyypillinen logiikka on ollut sellainen, että suuremmat toimijat ovat täydentäneet teknistä ja toimialaosaamistaan pienempiä ja keskitetympään toimineita yhtiöitä hankkimalla. Yksi konsolidaatioon vaikuttanut tekijä on arviomme mukaan ollut myös operaattorimarkkinan keskittynyt rakenne. Tämä on johtanut operaattoreiden sisällä useisiin ja samalla monimuotoisiin BSS-ratkaisuihin, mikä taas on tehnyt konsolidaatiosta BSS-toimittajille luonnollisen vaihtoehdon omien asiakassuhteiden vahvistamiseksi ja kasvumahdollisuuksien parantamiseksi. Uskomme konsolidaation pysyvän myös jatkossa jossain määrin toimialan rakennetta ohjaavana voimana, vaikka etenevän pilvitransformaation myötä alalle tulon kynnykset laskevat ja toiminnan dynamiikka (mm. suurempi koko ei tuo automaattisesti kilpailuetua) hieman sen seurauksena muuttuukin. Kaiken kaikkiaan markkina on edelleen varsin fragmentoitunut eikä tämä tule ainakaan lähitulevaisuudessa muuttumaan selvästi.

Kasvun taustalla selkeät ajurit

OSS/BSS-markkinan kasvua ajavat pääasiassa operaattorien liiketoimintamallien murros ja järjestelmäratkaisujen pilvitransformaatio. Myös tekoälyn rooli operaattorien toiminnassa on kasvamassa. Lisäksi markkinan kasvua ajaa myös OSS/BSS-ratkaisujen ulkoistamistrendi sekä pienten ja keskisuurten yritysten kasvanut kysyntä OSS/BSS-järjestelmiä kohtaan oman toimintansa tehostamiseksi. Lisäksi taustalla vaikuttaa myös laajemmat megatrendit, kuten kaupungistuminen ja digitalisaatio (mm. 5G).

Markkinan pääajurit:



Operaattorien liiketoimintamallien murros

→ Vakiomuotoisten viestintäratkaisuiden tarjoamisesta monipuolisempiin asiakaslähtöisiin palveluihin



Pilvitransformaatio

→ Siirtymä hidasliikkeisistä on-premise-järjestelmistä joustavampiin pilvipalveluihin



Tekoäly

→ Operaattorit hyödyntävät tekoälyä entistä enemmän personoitujen palveluiden tarjoamiseen

Kasvua tukevat megatrendit:



Kaupungistuminen

→ Markkinan kasvua tukeva megatrendi



Digitalisaatio

→ Markkinan kasvua tukeva megatrendi

Markkinakasvua rajoittavat tekijät:



Operaattorien investointinäkymät

→ Maltillistuneet korkojen nousun myötä ja käyttäjien ARPU-kehityksen hidastuessa

Toimiala ja kilpailukenttä 3/4

Operaattorien liiketoimintamallit ovat olleet jo kauan murroksessa. Historiallisesti operaattoreiden toiminta on ollut vahvasti perinteisten ja kilpailijoihin nähden melko vakiomuotoisten viestintäratkaisuiden vetämää. Arvonluonnin fokus on ollut pitkälti omassa kustannustehokkuudessa sekä hallinto- ja tukifunktioissa. Viimeisten vuosien aikana operaattoreiden välinen kilpailu on kiristynyt ja mukaan on tullut myös huomattava määrä uutta teknologiayhtiöiden luomaa kilpailua. Operaattoreiden arvonluonnin kannalta tämä kehitys on johtanut siihen, että ajattelumaailmasta on tullut asiakaslähtoisempää ja operatiivisesti toiminnan keskiöön on noussut jatkuva reagointikyky (uusien palveluiden nopea markkinoillesaattoaika) sekä kokonaan digitaaliset, markkinapaikkoihin, ekosysteemeihin, esineiden internetiin (IoT), tekoälyyn ja pilvipalveluihin keskittyvät palvelut. Isossa kuvassa teleoperaattorit ovatkin muuntautumassa kokonaisvaltaisemmiksi digitaalisten palveluiden tarjoajiksi.

BSS-ratkaisuiden näkökulmasta tämä siirtymä on puolestaan korostanut järjestelmän ketteryyttä ja joustavuutta. On-Premise-ympäristöissä käytössä on ollut useita erilaisia ja vanhoihin ansaintamalleihin räätälöityjä järjestelmiä, mikä on tehnyt IT-infrasta hidasliikkeisen sekä vaikeuttanut samalla myös uuteen kilpailuun vastaamista. Kilpailukykyä säilyttämiseksi ja uusien ansaintamallien vahvistamiseksi operaattorit ovatkin ryhtyneet purkamaan edellä mainituista tekijöistä syntyneitä teknistä velkaa. Täten operaattoreiden liiketoimintamallien murrokset tarjoavatkin kilpailukykyisille BSS-toimittajille houkuttelevia pitkän aikavälin kasvupolkuja.

Toinen OSS/BSS-markkinan selkeä kasvuajuri on järjestelmien etenevä pilvitransformaatio. On-Premise-järjestelmien kankeuden lisäksi ongelmana on ollut räätälöintivaateiden korkea hintalappu. Tästä syystä järjestelmien elinkaari- ja vaihtamisen kustannukset voivat olla erittäin korkeita. Lisäksi järjestelmäpäivityksistä voi aiheutua suoria operatiivisia katkoja haitaten päivittäistä toimintaa. Pilvipohjaisten ratkaisuiden keskeisimmät kilpailuedut tulevatkin juuri matalammista elinkaarikustannuksista sekä joustavammasta perusluonteesta. Molemmat ominaisuudet ovat operaattoreiden kannalta hyvinkin olennaisia. Näin ollen pilvitransformaatio on pitkällä aikavälillä markkinakasvua selkeästi tukeva trendi, vaikka vahva riippuvuus vanhan sukupolven järjestelmistä voikin toimia jarruna kasvulle. Pilvipohjaisten ratkaisujen osuus on kuitenkin vielä suhteellisen matala ja pilvitransformaation kehitys operaattoreilla on ollut suhteellisen hidasta.

Kolmas markkinan kasvutrendi on tekoälyn roolin kasvu operaattorien järjestelmissä. Tekoäly luo operaattoreille mahdollisuuksia luoda aiempaa henkilökohtaisempia palveluita oikea-aikaisesti, minkä pitäisi mahdollistaa korkeammat liikevaihto per asiakas (ARPU). Globaalissa mittakaavassa tekoälymarkkina on vielä alkutekijöissään kasvaen voimakkaasti. Tecnotreen toimiessa operaattorien järjestelmätoimittajana koko tekoälymarkkinan tarkasteleminen erillisenä markkinana ei ole yhtiön näkökulmasta mielestämme järkevää.

Kilpailua useassa tasossa

Toimialan hajanaisesta rakenteesta johtuen myös kilpailukenttästä on muovautunut monikerroksinen.



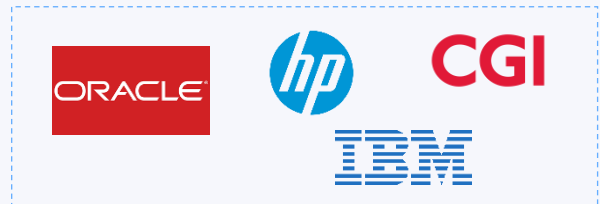
Tecnotreen valikoituja kilpailijoita



BSS-ratkaisuihin erikoistuneet ja vahvan aseman operaattorimarkkinassa omaavat toimijat



Johtavat verkkoinfratoimittajat, jotka ovat asteittain vetäytyneet BSS-markkinasta



Globaalit ohjelmistojätit, jotka ovat mukana useissa teollisissa vertikaaleissa

Toimiala ja kilpailukenttä 4/4

Täten myöskään Tecnotree ei kilpaile pelkästään tietynlaisten yhtiöiden kanssa, vaan yhtiö kilpailee puhtaasti OSS/BSS-markkinaa ja pääosin operaattorikenttään keskittyneiden toimijoiden, globaalien verkkolaitetoimittajien sekä monikansallisten ja useissa teollisissa vertikaaleissa mukana olevien ohjelmistotalojen kanssa. Lisäksi asiakkaiden omat IT-osastot toimivat jossain määrin Tecnotreen kilpailijoina.

Pääosin pelkkään operaattorikenttään keskittyneistä BSS-toimittajista Tecnotreen tunnetuimpia kilpailijoita ovat arviomme mukaan Amdocs, Netcracker, CSG, Comarch, Optiva ja Sterlite. Näiden yhtiöiden lisäksi Tecnotree kilpailee myös lukuisien pienempien toimittajien kanssa, kuten Whale Cloud, Qvantel, 6D Technologies ja Matrixx. Yleisesti ottaen vahvasti operaattorikenttään asemoituneiden toimijoiden keskeisimmät vahvuudet tulevat näkemyksemme mukaan syvästä toimialaosuamisesta sekä pitkistä asiakassuhteista. Suurimmat toimijat hyötyvät tyypillisesti myös mittavista resursseistaan, kun taas pienemmällä toimittajilla asiakasläheisyys ja ketteryyt voivat olla kilpailukykyä tuova tekijä. Osittain tästä ja rajallisemmista myyntiresursseista johtuen juuri pienten yhtiöiden asiakasportfoliot ovat tyypillisesti hyvin keskittyneitä.

Kilpailijoina toimivat myös globaalit verkkolaitte- ja infratoimittajat kuten Ericsson, Nokia, Huawei ja ZTE. Historiallisesti nämä yhtiöt ovat strategioissaan hakeneet telekommunikaatiosektorin arvoketjusta leveämpää osuutta levittäytymällä myös OSS/BSS-markkinaa. Käsitksemme mukaan Huawei ja muut infratoimittajat ovat kuitenkin viimeisten vuosien aikana skaalanneet BSS-toimintojaan alas. Tämä voi siten luoda pienemmille toimijoille mahdollisuuksia.

Kilpailukentän kolmanteen luokkaan kuuluvat

monikansalliset ohjelmistotalot, joille operaattorimarkkina on tyypillisesti ollut kohtuullisen tärkeä vertikaali. Nämä yhtiöt ovat historiallisesti olleet keskeisessä roolissa markkinan konsolidoimisessa epäorgaanisten liikkeidensä kautta. Näiden yhtiöiden keskeisiin vahvuuksiin kuuluvat suuret resurssit sekä jossain määrin myös laaja-alainen vertikaaliosaaminen ja skaalausmahdollisuus. Tecnotreen kanssa kilpailevia ohjelmistotaloja ovat arviomme mukaan muun muassa Oracle, IBM ja CGI.

Kestävät kilpailuedut ovat tiukassa

Toimialan hyvästä kasvuprofiilista huolimatta kilpailutilanne on kova, sillä markkinoilla on lukuisia ratkaisutoimittajia ja merkittävän teknologisen erottautumisen saavuttaminen on arviomme mukaan erittäin haastavaa etenkin pitkällä aikavälillä. Siten alan toimijat joutuvat investoimaan runsaasti tuotekehitykseensä vain pysyäksään kehityksen mukana. Markkinan haasteellisuutta lisää ostajien suuri neuvotteluvoima. Operaattorit ovat harvoin riippuvaisia yhdestä toimittajasta ja koska kilpailijoita on paljon on heillä paljon valinnanvaraa valitessaan toimittajaa. Toisaalta vaihdon korkeat kustannukset rajaavat hieman ostajien neuvotteluvoimaa. Toimialalla menestyminen edellyttääkin arviomme mukaan hyvin kilpailukykyistä ja jatkuvaa tuotekehitystä sekä kykyä ennakoida omien toimintavertikaalien tulevaa kehitystä. Toimialalla keskeisimmät ja lähimpänä kestäviä olevat kilpailuedun lähteet tulevat arviomme mukaan asiakkaan kohtaamista vaihdon kustannuksista ja siten pitkistä asiakassuhteista. Tecnotreen pitkän operatiivisen historian ja viime vuosien uusien asiakasvoittojen valossa yhtiön teknologinen kokonaiskilpailukyky vaikuttaa olevan tällä hetkellä hyvällä tasolla.



Kilpailukentän rakenne



Strategia 1/2

Arvolupaus ja asemoituminen

Tecnotreen arvolupaus asiakkailleen rakentuu pitkälti teknologisesti kyvykkään, kulutehokkaan ja pilvipohjaisen BSS-tarjoaman varaan. Yhtiö pyrkii vakiinnuttamaan asemansa asiakkaalle tärkeänä strategisena toimittajana ja siten nostamaan asiakkaan vaihdon kustannuksia. Mielestämme yhtiö on onnistunut tässä historiallisesti varsin hyvin.

Tecnotree ei ole näkemyksemme mukaan premium-hinnoittelija, mikä on mielestämme järkevää ottaen huomioon yhtiön kohdesegmentti. Yhtiön henkilöstöresurssien sijaitessa pääasiassa kilpailukykyisillä alueilla luo tämä tiettyä hintajoustoa suhteessa kilpailijoihin. Siten arvioimme yhtiön pyrkivän tarjoamaan parhaan hinta/laatu-suhteen ratkaisun asiakkailleen.

Kasvua haetaan uusista sekä nykyisistä asiakkaista

Tecnotreellä ei ole varsinaisia taloudellisia tavoitteita, mutta yhtiö tavoittelee kannattavaa kasvua operaattorien digitalisaatiota edistävällä liiketoiminnallaan. Kasvua tavoitellaan nykyisissä asiakkaissa sekä uusia asiakkuuksia voittamalla ja jossain määrin myös uusiin vertikaaleihin ja markkinoille laajentamalla. Yhtiö on keräämässä vaihtovelkakirjoilla 43 MEUR (Q1'24 lopussa nostettu 23 MEUR), joita yhtiön on tarkoitus käyttää kasvustrategiansa toteuttamiseen. Varoja allokoidaan muun muassa liiketoiminnan maantieteelliseen laajentamiseen, uusasiakashankintaan, tuotekehitykseen ja yritysostoihin.

Yleisesti uusien asiakkaiden hankinta on Tecnotreen toimialalla usein työlästä asiakkaiden

korkeiden vaihdon kustannusten, pitkien myyntisykliä sekä kovan kilpailun vuoksi. Tecnotree on kuitenkin viime aikoina onnistunut voittamaan uusia asiakkaita, mikä on merkki yhtiön tarjoaman kilpailukykyä sekä myyntikyvykkyyksistä. Voittaakseen uusia asiakkuuksia yhtiö joutuu usein tarjoamaan joko alennuksia tai pitkiä maksuaikoja, joista yhtiö on historiallisesti turvautunut pääasiassa jälkimmäiseen (etenkin yhtiön kriisiaikoina). Tämä on näkynyt käyttöpääoman voimakkaana kasvuna, joka on yhtiön kannalta osittain tietoinen strateginen valinta.

Uusasiakashankinnan lisäksi yhtiöllä on selvästi kasvumahdollisuuksia vielä sen nykyisessä asiakaskunnassa. Yhtiöllä on pääosin erittäin pitkät ja tiiviit suhteet olemassa oleviin asiakkaisiin, ja osa asiakassuhteista on jatkunut jo kymmeniä vuosia. Yhtiön tärkeimpien asiakkaiden strategiat ovat kasvunhakuisia luoden Tecnotreelle hyvän mahdollisuuden kasvaa asiakkaiden mukana. Asiakasportfolion ollessa edelleen keskittynyt on Tecnotreen kasvu myös jossain määrin riippuvaista asiakkaidensa kasvusta. Esimerkiksi asiakassuhde MTN Groupin kanssa oli yhtiön vuosien 2018-2022 kasvun kannalta erittäin tärkeässä roolissa (vuonna 2023 osuus liikevaihdosta laski selvästi). Pidemmällä tähtäimellä yhtiön on kuitenkin näkemyksemme mukaan edelleen hyvä hajauttaa asiakasriskiään panostamalla uusasiakashankintaan.

Joka tapauksessa uskomme kasvun tavoittelun olevan yhtiön strategian ytimessä vielä pitkälle tulevaisuuteen. Odotammekin yhtiön allokoivan pääomiaan jatkossakin tuoteportfolion kehittämiseen joko organisaation tai

epäorganisaation kautta.

Tuotekehityksen kohdealueet

Tuotekehitysinvestoinnit ovat yhtiön pääoman allokoinnin kannalta olennaisessa asemassa ja näissä onnistuminen pitkälti määrää yhtiön tulevaisuuden kilpailukykyä ja kasvuvauhdin. Yhtiö on viime vuosina lisännyt tuotekehitysinvestointejaan merkittävästi ja taso tulee myös pysymään korkealla jatkossa. Tuotekehitysinvestoinneissaan yhtiö keskittyy BSS-portfolionsa kehittämisen lisäksi tällä hetkellä etenkin tekoäly-, pilvi-, terveydenhuolto-, fintech- sekä OTT-tekniikoihin. Tuotekehitykseen on investoitava jatkuvasti, jotta kilpailukykyä onnistutaan pitämään kiinni.

Kohdemarkkinoita pyritään laajentamaan kehittyneille markkinoille

Historiallisesti yhtiön strategisena kohdesegmenttinä ovat olleet kehittyvien talousalueiden ja teknisesti korkeiden vaatimustasojen operaattorit. Pidämme tätä perusteltuna ottaen huomioon yhtiön pitkä historia näillä alueilla ja sitä kautta kertynyt osaaminen. Samalla kuitenkin yhtiön kohdesegmentti nostaa yhtiön riskiprofilia kehittyviin talouksiin liittyvien riskitekijöiden (pitkät maksuajat ja valuuttariskit) kautta.

Viime aikoina yhtiö on kasvustrategiassaan alkanut kuitenkin entistä enemmän painottamaan laajentumista kehittyneille markkinoille. CognitiveScale-järjestelyn kautta yhtiö sai asiakkaakseen Yhdysvalloista muun muassa UnitedHealth Groupin (terveydenhuolto) sekä kiinteistöalan yhtiö Radian Groupin.

Strategia 2/2

Yhtiöllä on myös entuudestaan operaattoriasiakkaita kehittyneillä markkinoilla, joskin liikevaihdollisesti suhteellisen pieniä.

Kassavirtaprofiilin kannalta suhtaudumme kehittyneille markkinoille laajenemista positiivisena. Tuoteportfolion teknologisen kilpailukyvyyn kannalta yhtiöllä on mielestämme kuitenkin vielä jossain määrin todistettavaa, sillä kehittyneillä markkinoilla kilpailu on arviomme mukaan kireämpää ja vastassa on suurten resurssien omaavia kilpailijoita.

Fokus saamisten kotiuttamisessa ja kassavirrassa

Saamiset ovat kasvaneet Tecnotreen taseessa erittäin korkealle tasolle, ja lyhyellä aikavälillä mielestämme kriittistä olisi saada laskettua näiden tasoa. Yhtiö on myös tiedostanut ongelman ja osana strategiaan pyrkii parantamaan kassavirran kotiutumistaan (sisäinen motto: ”Think cash, Do cash”). Keinoja tähän ovat muun muassa myyntikannustimien sitominen saamisten kotiuttamiseen, viivästysmaksut sekä valuuttajohdannaisten käyttö, joilla pitäisi pystyä lieventämään valuutanvaihtoon liittyviä hidasteita.

Isossa roolissa kassavirran parantamisessa on myös liiketoimintamallin muutos kohti jatkuvaa liikevaihtoa (ARR/SaaS-malli). Tässä kassavirtaa pitäisi tulla tasaisemmin ajan myötä. Mallissa myös asiakkaalle tehty toimitus tehdään nopeammin, jolloin kassavirtaa pitäisi alkaa kertymään myös nopeammin tilaushetkestä. Siirtyä jatkuvan laskutuksen malliin on edistynyt nopeasti uusien tilausten ollessa pääasiassa jo ARR-mallin mukaisia. Asiakkaiden maantieteellisiin sijaintien aiheuttamia haasteita

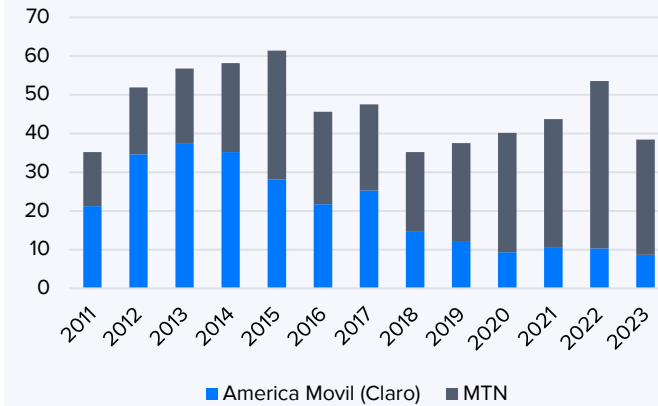
kassavirtaan malli ei nähdäksemme kuitenkaan ratkaise.

Yrityssostot myös osana työkalupakkia

Teknologiayhtiöiden laskeneiden arvostustasojen myötä Tecnotree on ilmaissut yritysostojen olevan entistä selvemmin osana yhtiön strategista työkalupakkia. Yhtiö etsii kohdeyhtiötä muun muassa tekoäly/koneoppimis-, pilvipalvelu-, BSS/OSS-, Fintech-, OTT- sekä terveydenhuoltoyhtiöistä. Tecnotree ei aio käyttää yritysostoissaan merkittävää velkavipua (pl. vaihtovelkakirjat), mitä pidämme yhtiön kannalta järkevänä. Mikäli yhtiö ottaa kohdeyhtiön velat hoidettavakseen yhtiö pyrkii maksamaan ne mahdollisimman nopeasti pois. Mikäli Tecnotreen oma arvostus on yhtiön näkökulmasta suotuisa, voi yhtiö tehdä yritysostoja myös osakevaihdolla. Mielestämme opportunistisen yritysostostrategian pitäminen osana työkalupakkia on järkevää, mihin myös yhtiön keräämät vaihtovelkakirjat luo edellytykset. Toisaalta yritysostot voivat toimia myös riskejä lieventävinä, mikäli liiketoiminta laajenee näin saamisten kotiuttamisen suhteen hankalilta toiminta-alueilta.

2023 tilinpäätöksessä yhtiö kertoi tehneensä ennakkomaksun yritysostosta. Ennakkomaksun myötä Tecnotree käsityksemme mukaan testaa kohdeyhtiön teknologian yhteensopivuutta, ja mikäli tulokset tämän osalta ovat tyydyttäviä kauppa lyödään myöhemmin lukkoon. Mikäli yhteensopivuus ei ole miellyttävä Tecnotree on oikeutettu saamaan ennakkomaksun takaisin.

Kahden suurimman asiakkaan liikevaihto



Strategia



Strategiset fokusalueet



Kasvu nykyisissä sekä uusissa asiakkaissa

- Pitkät asiakassuhteet luovat hyvät pohjat kasvulle nykyisissä asiakkuuksissa
- Ei vaadi taakseen merkittäviä lisäinvestointeja tuotekehitykseen tai myyntiin
- Keskittynyt asiakasportfolio tekee kasvusta osin riippuvaista vanhoista asiakkaista
- Uusien asiakkaiden hankkiminen on kasvun ja riskien hallinnan kannalta tärkeää



Laajeneminen kehittyneille markkinoille

- Kasvulla kehittyneillä markkinoilla olisi riskejä lieventävä vaikutus kassavirtaprofiilin paranemisen kautta
- CognitiveScale -järjestelyn kautta yhtiö sai asiakkaita kehittyneiltä markkinoilta (ei operaattoreita)
- BSS-portfolion osalta yhtiöllä vielä todistettavaa teknologisen kilpailukyyn osalta



Uudet vertikaalit

- Uusissa vertikaaleissa kasvaminen toisi uudenlaisia tulovirtoja ja laskisi riskitasoa
- Avainroolissa uusiin vertikaaleihin laajenemisessa ovat yhtiön Moments- ja DiWa -ratkaisut
- Näistä tuleva liikevaihto on arviomme mukaan edelleen suhteellisen pientä



Tuotekehitys ja investoinnit uusiin tuotealueisiin

- Tuotekehityksessä onnistuminen kriittisessä roolissa yhtiön pitkän aikavälin kilpailukyyn kannalta
- Tuotekehitysinvestointeja lisätty merkittävästi viime vuosina
- Tarve investoida tuotekehitykseen on jatkuva
- Tuotekehityksen painopistealueet tällä hetkellä oman BSS-tuoteportfolion lisäksi tekoäly-, pilvi-, terveydenhuolto-, fintech- sekä OTT-tekniologiat



Kassavirran kohentaminen

- Saamiset erittäin korkealla tasolla taseessa ja muodostavat selvän riskikeskittymän
- Saamisten kotiuttamista pyritään kohentamaan muun muassa sitomalla myyntikannustimet saamisten kotiuttamiseen, viivästysmaksujen käytöllä asiakassopimuksissa sekä valuuttaswappien käytöllä
- ARR-mallin pitäisi tukea tasaisempaa kassavirtaa
- Sisäinen motto: "Think cash, Do cash"



Yritysostot

- Teknologiyhtiöiden laskeneiden arvostustasojen myötä Tecnotree on ilmaissut omaa tuoteportfoliota tukevien yritysostojen olevan entistä selvemmin osana yhtiön strategista työkalupakkia
- Yrityskaupoissa yhtiö ei käytä merkittävää velkavipua (pl. vaihtovelkakirjat)
- Myös omaa osaketta mahdollista käyttää

Taloudellinen tilanne 1/2

Historiallinen kasvu- ja tuloskehitys

Tecnotreen historiallinen liikevaihto- ja tuloskehitys on ollut varsin vaihtelevaa, etenkin yhtiön kriisivuosina. Vuosien 2015 ja 2018 aikana yhtiön liikevaihto laski merkittävästi (-45 %) projektiriskien realisoiduttua. Vuodesta 2019 alkaen yhtiön liikevaihto kääntyi jälleen tasaiseen kasvuun ja vuosina 2019-2023 liikevaihto kasvoi keskimäärin 13,3 % vuodessa. Kasvu on syntynyt pitkälti omien lisenssien myynnin kasvusta sekä toimituksista. Myös jatkuvien ylläpitotuotteiden liikevaihto palasi kasvuun vuosina 2022-2023. Myös kannattavuus on kehittynyt suotuisasti käännetarinan edetessä oikaistun liikevoittomarginaalin noustua asteittain vuoden 2018 14,1%:sta vuoden 2021 36,9 %:iin. Vuonna 2022 kannattavuudessa nähtiin sen sijaan selvä notkahdus laaja-alaisen kustannusinflaation vuoksi (liikevoitto-%: 25,4 %). Vuonna 2023 kannattavuus kuitenkin palasi jälleen kasvu-uralle (30,3 % lv:sta). Nettotulos heikkeni kuitenkin edellisvuodesta (2023: 11,2 MEUR, 2022: 11,6 MEUR) pääosin Nigerian nairan devalvoitumisesta johtuvien merkittävien valuuttakurssitappioiden (9,7 MEUR) myötä.

Kannattavuuden osalta on hyvä huomioida, että sitä on tukenut tuotekehitysinvestointien aloitetut aktivoinnit 2019 alkaen, sillä näistä seuraavat poistot eivät ole vielä kasvaneet samassa suhteessa. Vuosien 2019-2023 aktivoidut tuotekehitysmenot olivat 2,9-13,8 MEUR. Esimerkiksi vuonna 2023 nettoinvestoinneista oikaistu liikevoittomarginaali olisi ollut 17,7 %, mikä on raportoitua marginaalia selvästi matalampi taso. Yhtiön poistotaso nousi vuonna 2023 3,9 MEUR:oon (2022: 1,5 MEUR), mutta myös yhtiön aktiiviset tuotekehitysmenot ovat jatkaneet kasvuaan, minkä myötä nettoaktiivoinneista

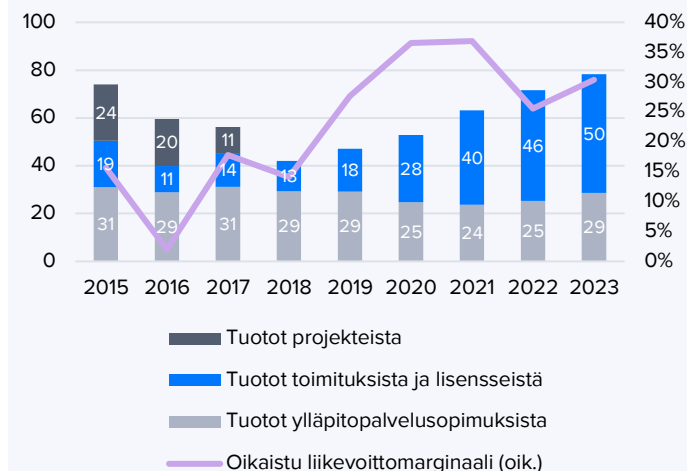
oikaistun ja raportoidun kannattavuuden ero on säilynyt erittäin suurena.

Kustannusrakenne on pääosin kiinteä

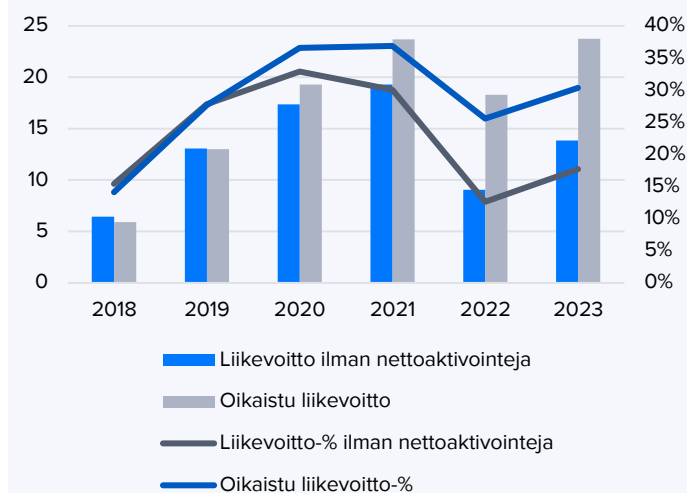
Ohjelmistotalolle tyypilliseen tapaan Tecnotreen bruttokate on hyvin korkea ja 2018-2023 aikana se vaihteli 90-97 %:n välillä. Yleisesti myyntiin liitännäiset suorat kulut ovatkin kokoluokaltaan pieniä. Tecnotreen bruttokate voi toisaalta antaa liian ruusuksen kuvan, sillä kululajipohjaisessa tuloslaskelmassa toimituksiin liittyvät henkilöstökulut eivät näy materiaali ja palvelut - kuluissa. Täten toimintokohtaisessa tuloslaskelmassa bruttokate olisi arviomme mukaan selvästi nykyistä matalampi, mutta silti hyvällä tasolla. Korkea bruttokate tekee kuitenkin yhtiön tulosvivusta voimakkaan, mikäli kiinteät kulut eivät kasva samassa suhteessa liikevaihdon kasvun myötä.

Tecnotreen kulurakenteen suurin yksittäinen erä on henkilöstökulut, jotka vastasivat yhteensä 31 % liikevaihdosta vuonna 2023. Yhtiön tärkeimmät funktiot, tuotekehitys ja myynti, ovat hyvin tieto- ja henkilöintensiivisiä. Erityisesti tuotekehitykseen sidonnaiset henkilöstökulut ovat arviomme mukaan lähes täysin kiinteitä, kun taas myyntipuolen kustannuksissa on myös muuttuvia elementtejä erilaisten komissioiden muodossa. Henkilöstökulut ovat kasvaneet absoluuttisesti hyvin maltillisesti viime vuosina. Tämä on arviomme mukaan osittain seurausta siitä, että yhtiö on alkanut aktivoimaan tuotekehitysmenojaan taseeseen entistä voimakkaammin. Myös Intian rupian heikentymisellä on tässä vaikutuksensa ison osan henkilöstöstä ollessa Intiassa.

Liikevaihdon jakauman kehitys



Tulos ja kannattavuus nettoaktiivoinnit huomioiden



Taloudellinen tilanne 2/2

Kokonaisuutena henkilöstökulut ovat kasvun mukana suhteellisen hyvin skaalautuva kuluerä. Tecnotreen liiketoiminnan luonteen vuoksi orgaanisen kasvun tavoittelu vaatii kuitenkin aina myös jonkin verran lisäpanostuksia henkilöstöresursseihin, mihin on investoitava jatkuvasti ja jossain määrin myös etupainotteisesti.

Tecnotreen muiden kulujen osuus liikevaihdosta oli vuonna 2023 28 %. Muut kulut koostuvat pääosin suorasta alihankinnasta, muista ulkoisista resursseista sekä muista liiketoimintaan tyypillisesti liittyvistä kuluista. Muissa kuluissa on sekä muuttuvia että täysin kiinteitä osia.

Lähdeverot ja valuutat olleet haasteena

Tecnotreen tuotteiden ja palveluiden myyntiin liittyy useissa toimintamaissa lähdevero, jonka vuosi yhtiön tuloja verotetaan paikoitellen kaksinkertaisesti. Tecnotreelle tärkeiden kehittyvien alueiden paikalliset verolait ovat myös tyypillisesti nopeasti muuttuvia ja niiden tulkinta on käsityksemme mukaan paikoitellen ristiriitaista. Korkeat lähdeverot rasittavat nettotuloksen ohella luonnollisesti myös kassavirtaa. Yhtiö on onnistunut pienentämään viime vuosina lähdeverokuormaansa viiden vuoden takaisilta tasoilta. Lähdeverot ovat historiassa vastanneet suurinta osaa yhtiön verokuormaa, sillä Suomessa yhtiö ei maksa käytännössä lainkaan tuloveroja merkittävien verovähennyskelpoisten tuotekehityskustannusten myötä. Lähdeverojen ja yhtiön harjoittaman verosuunnittelun vuoksi yhtiön vuosittaisen veroasteen ennustamiseen liittyykin aina epävarmuutta (2021-2023: 14-33 %).

Nettotulosta on rasittanut historiassa merkittävästi myös valuuttakurssitappiot. Euron ja dollarien lisäksi Nigerian naira on merkittävä valuutta (2023: 15 %),

mikä aiheutti vuonna 2023 merkittäviä tappioita valuutan heikentyessä merkittävästi.

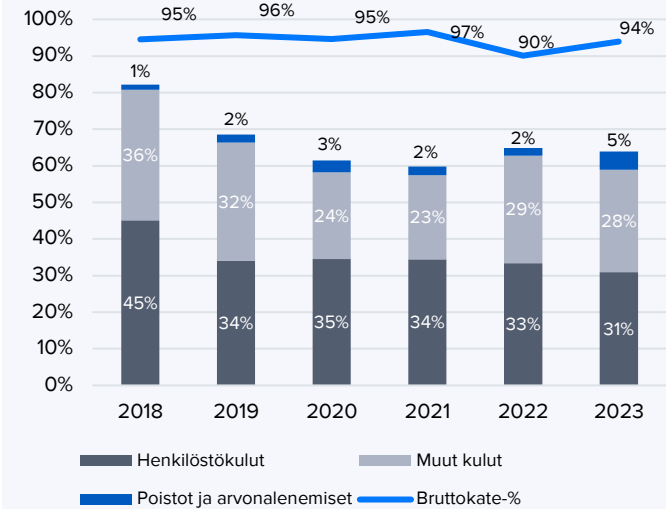
Taseasema on vahva ja kassavirta heikko

Q1'24 lopussa Tecnotreen omavaraisuusaste oli 65,9 % ja nettovelkaantumisaste 6,1 %. Huomionarvoista on, että Q1'24:n lopussa vaihtovelkakirjoista oli kerätty vasta 23,1 MEUR (merkintöjä 43 MEUR). Vaihtovelkakirjat näkyvät tässä vaiheessa taseessa vielä velkana heikentäen taseen tunnuslukuja. Yhtiön tase on tunnusluvuiltaan vahva, mutta ottaen huomioon yhtiön kassavirran kotiuttamiseen liittyvät haasteet ja käyttöpääoman voimakas sitoutuminen, sitä sen täytyy myös olla jatkossakin. Taseen merkittävin riski liittyy myyntisaamisiin ja aktivoituihin aineettomiin hyödykkeisiin, joiden alaskirjaukset voisivat heikentää selvästi taseen tunnuslukuja. Saamisista 61 % oli erääntyneitä ja 12 % yli vuoden erääntyneitä Q1'24:n lopussa, joten riski näiden suhteen on koholla.

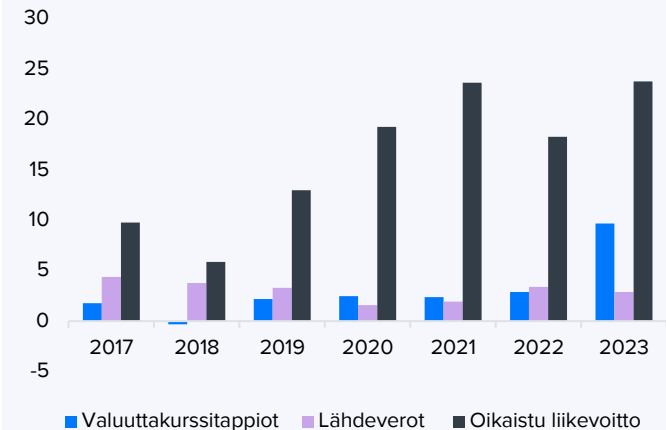
Taseen loppusumma oli Q1'24:n lopussa 130 MEUR. Taseen vastaavaa puolella selkeästi suurin osa koostui myynti- sekä muista saamisista (75,1 MEUR). Q1'24:n lopussa kassavarat olivat 16,4 MEUR. Aineettomat hyödykkeet olivat yhteensä 35,7 MEUR. Vastattavaa puolella oma pääoma oli 85,6 MEUR ja loput taseesta koostui pääosin vaihtovelkakirjoista (23,1 MEUR) ja ostovelloista (12,1 MEUR). Korollista velkaa taseessa oli 5,2 MEUR.

Kokonaisuudessaan Tecnotreen kannattavuus ja taseen tunnusluvut eivät anna täysin oikeaa kuvaa yhtiön taloudellisesta tilanteesta, sillä yhtiön vapaa kassavirta on rakenteellisesti yhtiön tulostasoa matalampi. Tätä ja kassavirran kotiuttamiseen liittyviä tekijöitä peilaten pidämmekin kassavirtaan liittyvien tunnuslukujen seuraamista myös tärkeänä.

Kustannusrakenteen kehitys

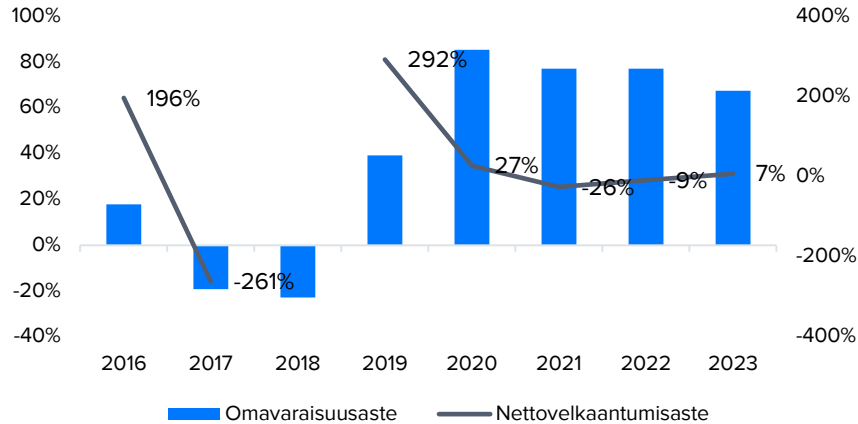


Lähdeverorasituksen ja valuuttakurssitappioiden kehitys

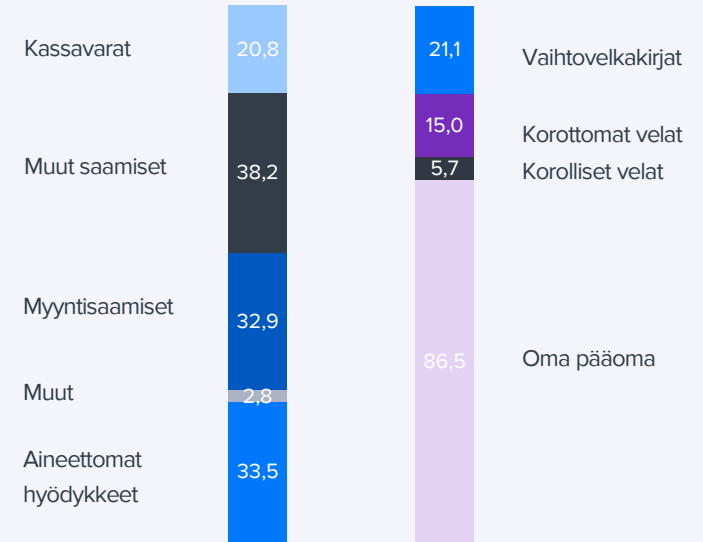


Taloudellinen tilanne

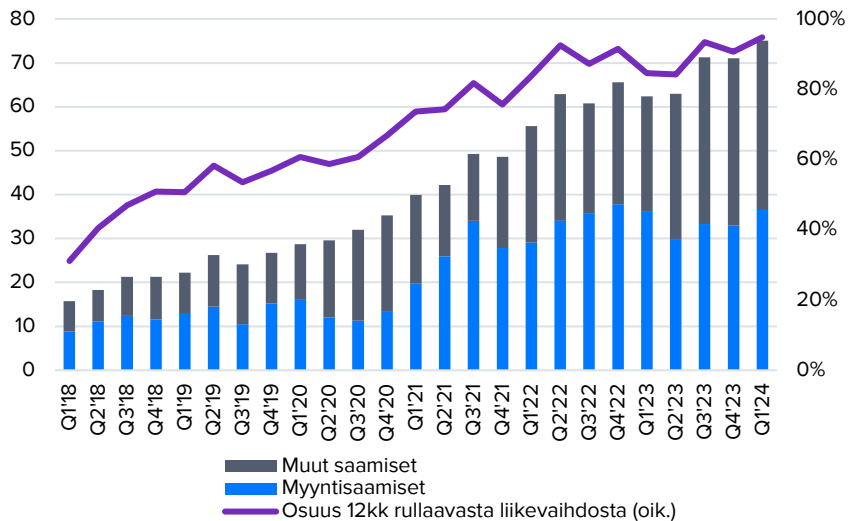
Taseaseman kehitys



Taseasema 2023 lopussa



Saamisten kehitys suhteessa liikevaihtoon



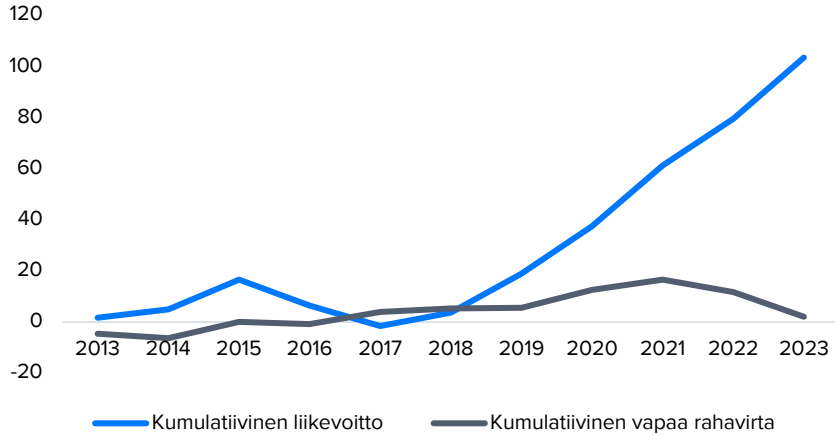
Lähde: Inderes

Tilaukset kehitys (MEUR)

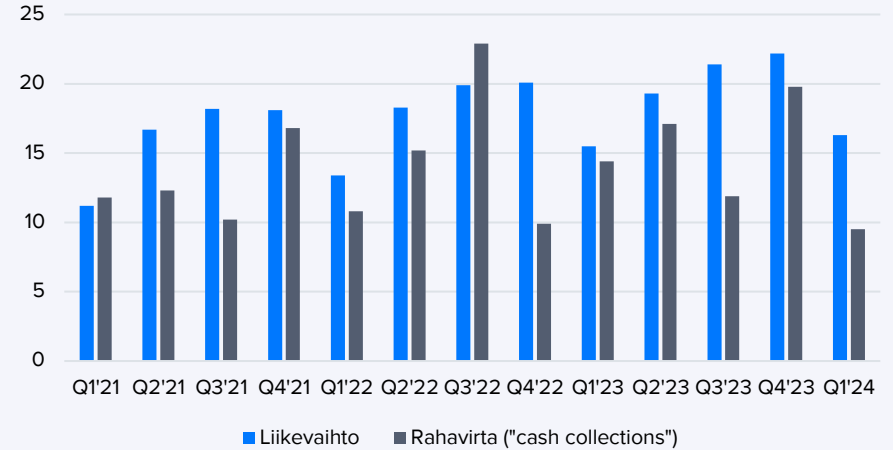


Taloudellinen tilanne

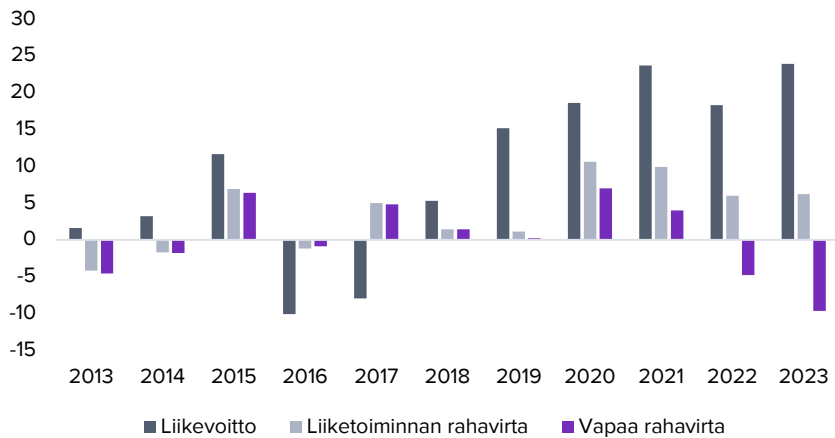
Kumulatiivinen liikevoitto ja vapaa rahavirta



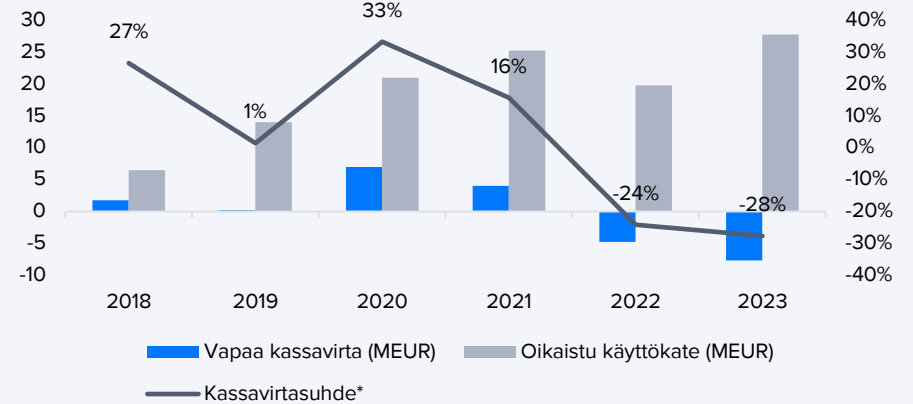
Liikevaihto ja rahan kotiuttaminen ("cash collections")



Liikevoiton ja kassavirran kehitys



Kassavirtasuhteen kehitys



* Vapaan kassavirran suhde oikaistuun käyttökatteeseen

Ennusteet 1/3

Ennusteiden lähtökohdat

Mallinamme Tecnotreen liikevaihdon kehitystä erikseen lisensseihin ja toimituksiin liittyvien tulovirtojen sekä ylläpitotuottojen kautta. Lyhyen aikavälin ennusteisiimme haemme suuntaa tilauskannan, saatujen uusien tilausten sekä arvioimimme jatkuvien tulovirtojen pohjalta.

Lyhyellä aikavälillä kvartaalikohtainen liiketoiminnan ennustettavuus on varsin heikko, sillä tilausten ajoitus ja toimitukset voivat heiluttaa kvartaalikohtaista liikevaihtoa merkittävästi. Ylläpitoliikevaihto on hieman tasaisempaa, mutta tässäkin on ajoittain suurempia kvartaalien välisiä vaihteluita. Lisäksi koska yhtiön bruttokatteet ovat erittäin korkeat ja kustannusrakenne pääosin kiinteä, liikevaihtotason vaihtelu voi aiheuttaa myös selvää vaihtelua yhtiön kvartaalikohtaiseen kannattavuuteen. Lisäksi tulosenusteisiin on aiheuttanut viime vuosina epävarmuutta yhtiön aktivoitujen tuotekehitysmenojen määrä, joskin näiden määrässä on nähty tasaantumista viime kvartaaleina. Alimmilla riveillä veroaste ja rahoituskulujen heiluminen valuuttakurssien mukana aiheuttaa haasteita ennustettavuudelle. Lyhyen aikavälin ennustettavuutta parantaa ohjeistus, jota yhtiö on antanut vuodesta 2022 lähtien. Yhtiö on kuitenkin jo pariin otteeseen lopulta poikennut ohjeistuksestaan, mikä heikentää sen informaatioarvoa.

Vuositasolla liiketoiminnan kehitys on yleisesti tasaisempaa ja numeroiden pitäisi seurata paremmin yhtiön pidemmän aikavälin trendejä. Keskipitkällä aikavälillä näkyvyys yhtiön liiketoimintaan onkin jo kohtuullinen, sillä tilauskannan rakenne on pitkäkoko ja liikevaihdossa on enenevässä määrin mukana myös jatkuvia

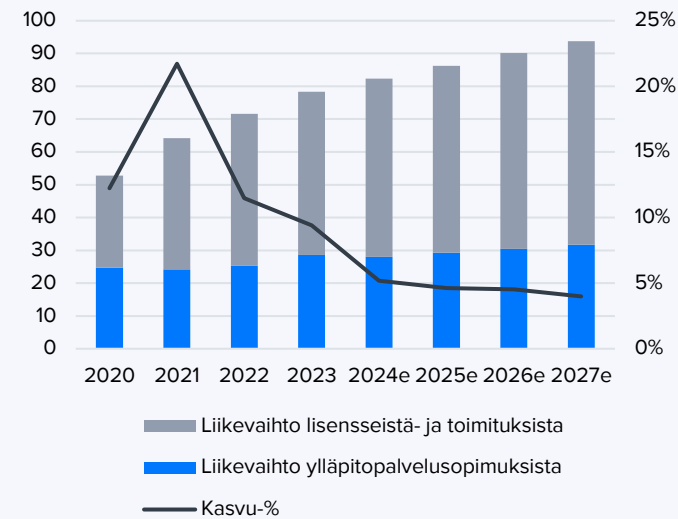
tulovirtoja. Olennaisimmat epävarmuudet kohdistuvat uusiin tilauksiin ja siten kasvun kulmakertoimeen. Tämän taustalla ovat esimerkiksi operaattoreiden investointeihin liittyvät ajoitukselliset tekijät. Myös siirtymä ARR-malliin voi vaikuttaa keskipitkällä aikavälillä liikevaihdon kertymään negatiivisesti. Pitkällä aikavälillä yhtiön kasvu on pitkälti riippuvaista yhtiön omasta kilpailukyvyistä ja strategian toteuttamisesta sekä luonnollisesti myös markkinan yleisestä kehityksestä. Pidemmällä aikavälillä ratkaisevaa on myös miten yhtiö onnistuu uusasiakashankinassaan kehittyneillä markkinoilla sekä kaupallistamaan tekoälyratkaisujaan. Tämän osalta alustavat näytöt ovat rohkaisevia.

Lyhyen ja keskipitkän aikavälin kannattavuuden ennustamisessa avainasemassa on kulujen ennustaminen. Kannattavuuden määrittää käytännössä bruttokate-% ja kiinteiden kulujen (OPEX-%) taso. Bruttokatteiden odotamme pysyvän jatkossa vahvalla noin 94-95 %:n tasolla. Keskeisimmät operatiiviseen kannattavuuteen kohdistuvat epävarmuudet liittyvät yhtiön kuluprofiilia mukailien henkilöstötehokkuuteen sekä investointien ajoittumiseen ja kokoluokkaan. Valuuttakurssit aiheuttavat ennusteisiin epävarmuutta niin liikevaihto-, kulu- kuin rahoituskuluriveillä. Lisäksi alarivien ennustettavuuteen vaikuttavat lähdeverot.

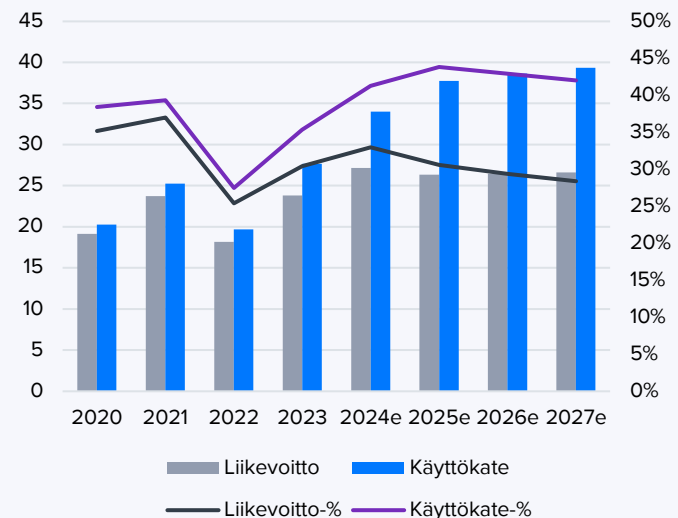
Käänte ei ole vielä näkynyt kassavirrassa

Tecnotree on vuoden 2018 jälkeen onnistunut palaamaan vahvaan kasvuun, parantamaan kannattavuuttaan, laskemaan asiakasriskiään sekä maksamaan saneerausvelkansa loppuun ja siten vahvistamaan taloudellista tilannetta selvästi.

Liikevaihto ja kasvu-%



Oikaistu liikevoitto ja käyttökate



Ennusteet 2/3

Kannattavuudessa nähtiin heikentymistä vuonna 2022, mutta tuloksen palatessa vuonna 2023 takaisin kasvu-uralle selvää on, että tuloslukuja suurempi ongelma on ollut kassavirran tuottaminen. Vapaa kassavirta onkin jäänyt vuosina 2022-2023 negatiiviseksi huolimatta vahvasta tuloksenteoksesta. Haasteena on ollut edelleen erityisesti saamisten kotiuttaminen maantieteellisesti haastavissa maissa sijaitsevilta asiakkailta, valuuttakurssien aiheuttamat tappiot sekä erittäin runsaat investoinnit.

Vuoden 2024 ennusteet

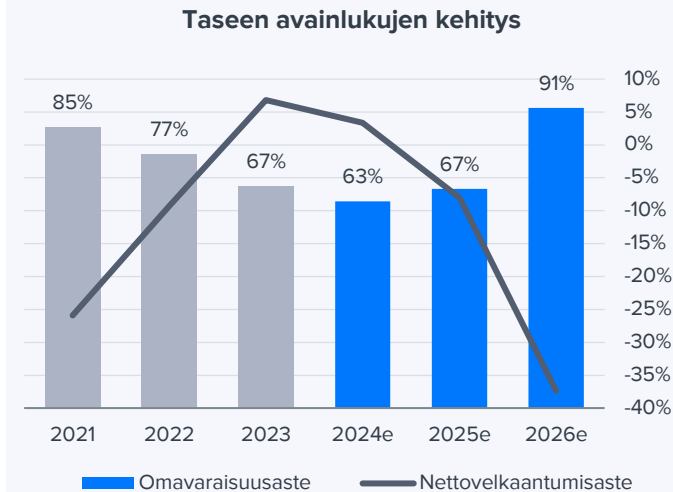
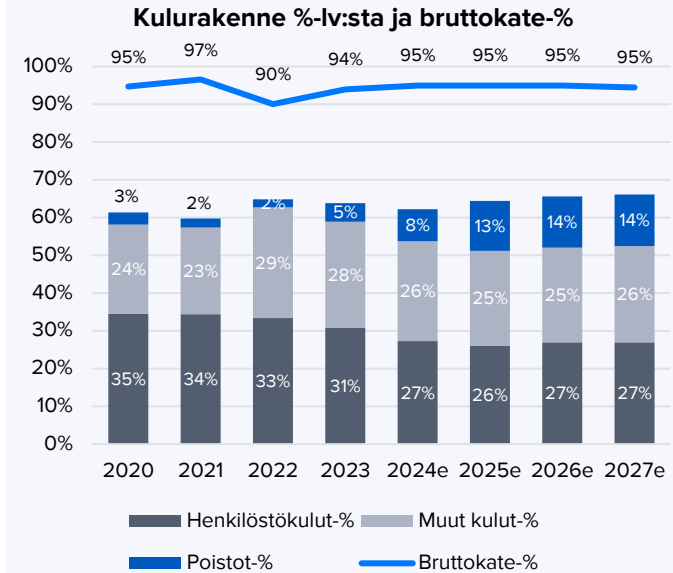
Tecnotreen ohjeistus kuluvalle vuodelle odottaa liikevaihdon kasvavan 2-7 % ja liikevoiton kasvavan 7-15 % (2023: 23,8 MEUR). Viime vuosiin nähden maltillistuvaan kasvuun vaikuttaa etenkin tilauskannan siirtymä ARR-malliin, jossa tilauksista tuleva liikevaihto kertyy hitaammin. Yleisesti kasvua tukee kuitenkin yhtiön erittäin vahvalla tasolla oleva tilauskanta (Q1'24: 74,8 MEUR). Tilauksissa nähtiin Q1'24:llä pientä pehmeyttä, jonka uskomme selittyvän kuitenkin kausiluonteisuudella. Tilauskannasta jo yli 60 % on jatkuvaa liikevaihtoa, mikä tuo ennustettavuutta ja tukea tulevien vuosien liikevaihtotasoihin. Pientä vastatuulta kasvulle tuo yhtiön Lähi-idässä tekemä liiketoimintakauppa viime vuonna. Arviomme liiketoiminnan liikevaihdon olleen kuitenkin suhteellisen pieni, kun yhtiö tästä ei tiedottanut. Tähän liittyviin saamiin peilaten (yli 10 MEUR) liikevaihto on tuskin kuitenkaan ollut mitätön.

Odotamme Tecnotreen liikevaihdon kasvavan kuluvana vuonna noin 5 % 82,3 MEUR:oon. Kasvuennustemme on siten hieman yli yhtiön ohjeistushaarukan keskipisteen yläpuolella, mihin

näemme yhtiöllä olevan edellytykset sen vahvan tilauskannan turvin. Liikevoiton odotamme kasvavan noin 14 % 27,2 MEUR:oon (33,0 % lv:sta) olleen ohjeistushaarukan ylälaidan tuntumassa. Liikevoiton liikevaihtoa nopeampaa kasvua tukee erityisesti yhtiön tekemät mittavat säästötoimenpiteet sekä yleisesti liikevaihdon kasvu korkeilla bruttomarginaaleilla, mikä heijastuu selvästi myös kannattavuuteen. Odotamme valuuttakurssista myös tänä vuonna merkittäviä tappiota painottuen alkuvuoteen (Q1'24: -1,7 MEUR netto), mutta rauhoittuvan loppuvuotta kohti. Tässä taustalla on etenkin Nigerian nairan vuoden alussa jatkunut voimakas devalvaatio.

Poistotasot ovat ennusteidemme mukaan tänä vuonna vielä investointeja huomattavasti matalampia. Siten tuotekehitysmenojen aktivoinnit saavat kannattavuuden näyttäytymään paremmalta kuin tilanteessa, jossa tuotekehitysmenot kirjattaisiin kuluina tuloslaskelmassa. Ennusteidemme mukainen nettoinvestoinneista oikaistu (liikevoitto – investoinnit + poistot) liikevoitto on 19,9 MEUR (vrt. liikevoittoennuste 27,2 MEUR).

Tecnotree ei ole antanut tänä vuonna ohjeistusta kassavirran osalta, joten näkyvyys tähän on vielä tässä vaiheessa heikko. Positiivisessa skenaariossa yhtiö onnistuu kotiuttamaan saamisensa Lähi-idän tytäryhtiön myynnistä, josta on saamatta vielä 10,6 MEUR. Yleisesti yhtiö pyrkii aktiivisesti parantamaan kassavirtaprofiiliaan muun muassa laajentamalla kehittyneillä markkinoilla ja muuttamalla liiketoimintamallia entistä enemmän kohti jatkuvaa liikevaihtoa.



Ennusteet 3/3

Q1:llä tästä ei nähty vielä merkkejä emmekä odota näiden näkyvän rakenteellisesti parantuneena kassavirtana vielä hetkeen, sillä liiketoimintarakenteen muutoksessa menee hyvässäkin skenaariossa arvioimme mukaan varsin kauan.

Vuosien 2025-2027 ennusteet

Vuonna 2025 odotamme Tecnotreen liikevaihdon kasvavan vajaa 5 % 86,2 MEUR:oon. Kasvua tällöin tukee edelleen yhtiön vahva tilauskanta. Odotamme yhtiön myös jatkavan uusien asiakkaiden voittamista, mikä on tärkeää yhtiön pidemmän aikavälin kasvua ajatellen. Tästä huolimatta odotamme kasvuvauhdin jatkavan viime vuosien vahvoin kasvuvuosiin nähden maltillisemmalla tasolla. Osaltaan tähän vaikuttaa myös siirtymä kohti ARR-mallia, jossa liikevaihto kertyy hitaammin ajan kuluessa eikä suurempia kertaluontoisia lisenssimyyntejä tule samaan tahtiin. Liikevaihtoeristä odotamme kasvua sekä lisensseistä ja toimituksista sekä ylläpitoliikevaihdosta.

Yleisesti kasvua tukee myös yhtiön kasvuajurit Moments, DiWa ja Sensa-tekoälyalusta. Momentsin ja DiWan emme oleta tekevän vielä erityisen merkittävää liikevaihtoa, vaikka yhtiö on aiemmin indikoinut, että näistä alkaisi kertyä liikevaihtoa 2023 lopulla tai 2024 aikana. Tecnotreen Sensa-tekoälyalusta tuottaa jo yhtiölle relevanttia liikevaihtoa yhtiön tekoälyratkaisujen tuodessa jo reilu 6 MEUR liikevaihtoa vuonna 2023.

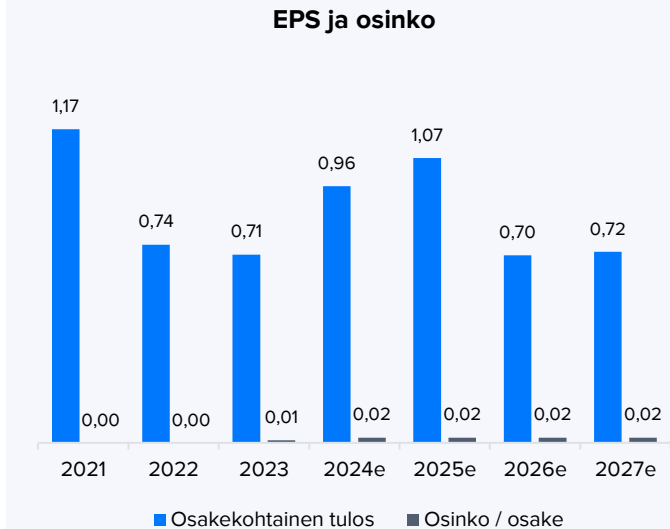
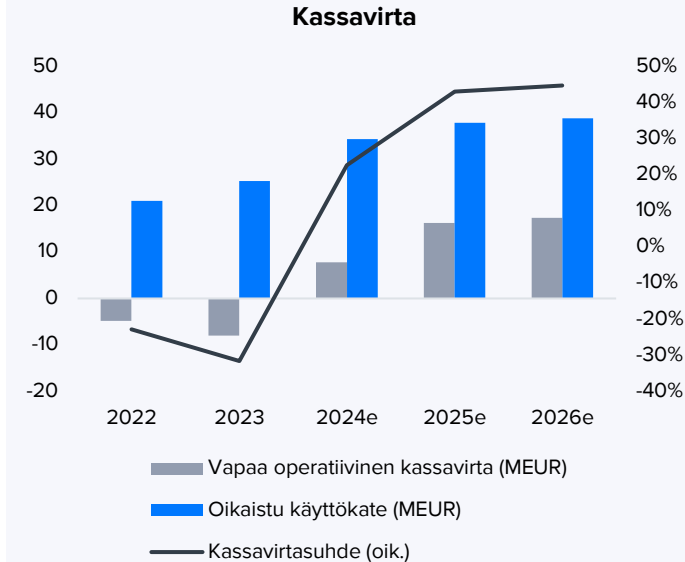
Odotamme Tecnotreen liikevoiton heikkenevän ensi vuonna marginaalisesti 26,4 MEUR:oon. Tämä on kuitenkin seurausta ennustamastamme poistotason kasvusta ja käyttökatetasolla

odotammekin selvää tuloskasvua (2024e 34,3 MEUR, 2025e 37,9 MEUR)

Vuosina 2026-2027 odotamme liikevaihdon kasvavan 4-5 %:n vauhtia. Ennustamme siten yhtiön kasvavan hieman Gartnerin ennustamaa 2 %:n markkinakasvua nopeammin. Lähtökohdat kasvun jatkumiselle ovat mielestämme hyvät, mutta kasvu vaatii luonnollisesti jatkuvasti kasvavaa tilausvirtaa. Näemme kehittyvillä markkinoilla edelleen runsaasti kasvuvaraa, mitä tukee operaattorien liiketoimintamurrokset. Lisäksi laajeneminen kehittyneillä markkinoilla luo yhtiölle huomattavasti kasvumahdollisuuksia, joskin tämän osalta yhtiö on nähdäksemme vielä alkutekijöissä.

Pitkän aikavälin ennusteet

Vuosina 2028-2032 ennustamme liikevaihdon kasvun tasaantuvan asteittain kohti 2,5 %:n tahtia. Tämän jälkeen vuodesta 2032 eteenpäin kasvun ikuisuusoletuksemme on 2 %. Pidämme perusteltuna pitää kasvuennusteissa turvamarginaalia, sillä näkyvyys yhtiön teknologiseen kilpailukykyyn etenkin kehittyneillä markkinoilla ja markkinan pidemmän aikavälin kehitykseen on varsin ohut. Operaattorien investointeihin on historiassa liittynyt tiettyä syklisyyttä, joka puoltaa myös varovaisuutta kasvuennusteiden osalta. Odotamme liikevoittomarginaalin laskevan asteittain vuoden 2026 27 %:sta kohti ikuisuusoletustamme (25,5 %). Kannattavuuden skaalautumista ennusteissamme rajoittaa poistotason selvä kasvu nykytasoilta. Nykyinen kannattavuus liikevoittomarginaalilla mitattuna ei mielestämme otakaan huomioon liiketoiminnan vaatimia suuria investointeja tuotekehitykseen. Käyttökatetasolla odotamme kannattavuuden skaalautuvan kasvun myötä.



Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2022	Q1'23	Q2'23	Q3'23	Q4'23	2023	Q1'24	Q2'24e	Q3'24e	Q4'24e	2024e	2025e	2026e	2027e
Liikevaihto	71,6	15,5	19,3	21,4	22,2	78,4	16,3	20,3	22,5	23,2	82,3	86,2	90,1	93,7
Käyttökate	19,8	4,2	6,9	7,4	9,3	27,7	6,0	8,7	9,5	10,0	34,3	37,9	38,8	39,5
Poistot ja arvonalennukset	-1,5	-0,6	-0,7	-1,2	-1,4	-3,9	-1,6	-1,7	-1,8	-1,9	-7,2	-11,5	-12,3	-12,9
Liikevoitto ilman kertaeriä	18,3	3,6	6,2	6,2	7,9	23,8	4,4	7,0	7,7	8,0	27,2	26,4	26,5	26,6
Liikevoitto	18,3	3,6	6,2	6,2	7,9	23,8	4,4	7,0	7,7	8,0	27,2	26,4	26,5	26,6
Nettorahoituskulut	-1,1	-1,0	-1,9	-1,9	-5,1	-9,9	-2,3	-1,5	-1,5	-1,5	-6,8	-4,0	-4,0	-4,0
Tulos ennen veroja	17,2	2,7	4,3	4,2	2,8	13,9	2,1	5,5	6,2	6,5	20,3	22,4	22,5	22,6
Verot	-5,7	-0,9	-0,5	-1,0	-0,3	-2,8	-0,4	-1,4	-1,6	-1,6	-5,0	-5,4	-5,4	-5,2
Vähemmistöosuudet	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettotulos	11,6	1,8	3,8	3,2	2,5	11,2	1,6	4,1	4,7	4,9	15,3	17,0	17,1	17,4
EPS (oikaistu)	0,74	0,11	0,24	0,20	0,16	0,71	0,10	0,26	0,29	0,31	0,96	1,07	0,70	0,72
EPS (raportoitu)	0,74	0,11	0,24	0,20	0,16	0,71	0,10	0,26	0,29	0,31	0,96	1,07	0,70	0,72

Tunnusluvut	2022	Q1'23	Q2'23	Q3'23	Q4'23	2023	Q1'24	Q2'24e	Q3'24e	Q4'24e	2024e	2025e	2026e	2027e
Liikevaihdon kasvu-%	11,5 %	17,0 %	5,4 %	7,4 %	10,4 %	9,5 %	4,7 %	5,4 %	5,3 %	4,6 %	5,0 %	4,7 %	4,5 %	4,0 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	-22,7 %	77,5 %	21,1 %	22,2 %	28,5 %	30,2 %	21,5 %	13,2 %	24,9 %	2,4 %	13,9 %	-2,9 %	0,4 %	0,5 %
Käyttökate-%	27,7 %	27,2 %	35,6 %	34,5 %	41,7 %	35,4 %	37,1 %	42,9 %	42,4 %	43,0 %	41,7 %	43,9 %	43,0 %	42,2 %
Oikaistu liikevoitto-%	25,6 %	23,3 %	32,0 %	28,9 %	35,4 %	30,4 %	27,0 %	34,4 %	34,2 %	34,7 %	33,0 %	30,6 %	29,4 %	28,4 %
Nettotulos-%	16,1 %	11,3 %	19,4 %	15,0 %	11,1 %	14,3 %	10,0 %	20,3 %	20,7 %	21,2 %	18,6 %	19,7 %	19,0 %	18,6 %

Lähde: Inderes

Ennustemuutokset	2024e	2024e	Muutos	2025e	2025e	Muutos	2026e	2026e	Muutos
MEUR / EUR	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%	Vanha	Uusi	%
Liikevaihto	83,0	82,3	-1 %	86,9	86,2	-1 %	90,9	90,1	-1 %
Käyttökate	34,1	34,3	1 %	36,5	37,9	4 %	37,8	38,8	3 %
Liikevoitto ilman kertaeriä	27,0	27,2	1 %	24,9	26,4	6 %	25,4	26,5	4 %
Liikevoitto	27,0	27,2	1 %	24,9	26,4	6 %	25,4	26,5	4 %
Tulos ennen veroja	20,6	20,3	-2 %	20,9	22,4	7 %	21,4	22,5	5 %
EPS (ilman kertaeriä)	0,98	0,96	-2 %	1,00	1,07	7 %	0,67	0,70	5 %
Osakekohtainen osinko	0,01	0,02	100 %	0,01	0,02	100 %	0,01	0,02	100 %

Lähde: Inderes

Tase

Vastaavaa	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Pysyvät vastaavat	26,4	36,3	43,6	46,4	48,5
Liikearvo	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Aineettomat hyödykkeet	23,6	33,5	40,7	43,5	45,5
Käyttöomaisuus	0,4	0,4	0,5	0,5	0,6
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut sijoitukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset varat	1,8	1,9	1,9	1,9	1,9
Laskennalliset verosaamiset	0,6	0,5	0,5	0,5	0,5
Vaihtuvat vastaavat	77,4	91,9	118	131	147
Vaihto-omaisuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut lyhytaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Myyntisaamiset	65,1	71,1	76,6	78,4	80,2
Likvidit varat	12,3	20,8	41,7	52,6	66,6
Taseen loppusumma	104	128	162	177	195

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2022	2023	2024e	2025e	2026e
Oma pääoma	80,1	86,5	102	118	178
Osakepääoma	1,3	1,3	1,3	1,3	44,4
Kertyneet voittovarot	49,5	55,9	71,0	87,7	104
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muu oma pääoma	29,3	29,3	29,3	29,3	29,3
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Pitkäaikaiset velat	5,5	25,8	45,8	45,8	2,7
Laskennalliset verovelat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Korolliset velat	2,4	1,0	0,0	0,0	0,0
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	21,1	43,1	43,1	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	3,1	3,7	2,7	2,7	2,7
Lyhytaikaiset velat	18,2	15,9	14,4	13,4	14,4
Korolliset velat	2,5	4,5	2,0	0,0	0,0
Lyhytaikaiset korottomat velat	15,8	11,3	12,4	13,4	14,4
Muut lyhytaikaiset velat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Taseen loppusumma	104	128	162	177	195

Arvonmääritys 1/3

Tecnotreen käänne ei ole ollut ongelmaton

Tecnotreen osakkeen kehitys on ollut edellisen viiden vuoden aikana huomattavan volatiliia. Yhtiön selviytyttyä kriisijajoista ja palatessa vahvaan kannattavaan kasvuun osake tuotti vuosina 2019-2021 erinomaisesti. Tämän jälkeen kasvu on jatkunut ja yhtiö on jatkanut vahvaa tuloksentekoaan. Paluu kasvu-uralle on kuitenkin nostattanut jälleen esiin yhtiön liiketoimintamalliin liittyvän rakenteellisen heikkouden eli käyttöpääoman sitoutumisen, kehittyvien maiden tuomat valuuttariskit ja korkeat investointitarpeet, joiden myötä kassavirran luontikyky on ollut heikkoa. Kysymysmerkit yhtiön tuloksen laadusta ovatkin nousseet aiheesta pinnalle, kun myyntisaamiset ovat jatkaneet paisumistaan taseessa ja yhtiön lisätessä jatkuvasti tuotekehitysmenojaan. Tulevina vuosina sijoitustarinan kannalta keskeistä onkin seurata saamisten kotiutumista ja miten nämä massiiviset tuotekehitysinvestoinnit tuottavat eli yksinkertaistettuna kassavirtaprofilin tervehtymistä.

Tämä epävarmuus yhtiön tulevaisuuden kassavirran luontikyvystä onkin näkynyt osakemarkkinan yhtiölle hyväksymässä arvostustasossa voimakkaan negatiivisesti vuoden 2021 jälkeen. Osakkeen nykyisellä arvostuksella osakemarkkina ei nähdäksemme luota yhtiön tuloksen konvertoituvan kassavirraksi lähitulevaisuudessa. Samalla on myös hyvä huomioiden korkojen nousun vaikutus hyväksyttävään arvostustasoon, mikä on näkynyt voimakkaasti myös muiden kasvuyhtiöiden arvostustasoissa.

Hyväksyttävään arvostustasoon vaikuttavat tekijät

Heikko kassavirtaprofiili. Tecnotree kassavirtaprofiili on heikko, minkä myötä perinteisen tuloslaskelman tunnusluvut eivät ole historiassa heijastelleet yhtiön kassavirtaa. Tämä luo haasteita arvostuskertoimien tarkasteluun ja arvonmääritykseen ylipäättään.

Hyvät näytöt orgaanisesta kasvusta. Tecnotreen orgaaninen kasvu viime vuosina on ollut vahvaa ja viestii yhtiön teknologisesta kilpailukyvystä kehittyvillä markkinoilla. Myös pidemmällä aikavälillä pidämme Tecnotreen kasvunäkymiä hyvinä, joita teleoperaattorien toimintamallimurrokset ja BSS-ratkaisujen pilvitransformaatio tukevat.

Liiketoiminta kehittyvillä markkinoilla. Kehittyvien markkinoiden tuomien hyvien kasvumahdollisuuksien vastapainona on tämän nostama riskiprofiili. Konkreettisesti tämä näkyy muun muassa haasteina saamisten keräämisessä ja valuuttakurssien aiheuttamissa tappioissa.

Vaihtovelkakirjojen aiheuttama diluutio.

Tecnotreen arvostuksessa tulee huomioida sen 43 MEUR:n vaihtovelkakirjajärjestely. Vuosien 2023-2025 osalta olemme käsitelleet vaihtovelkakirjoja velkana. Velkakirjojen konvertoituminen osakkeiksi tapahtuu vuosien 2026-2028 aikana, mutta olemme olettaneet konversion tapahtuvan täysimääräisesti vuonna 2026. Warrantteja emme ole ottaneet ennusteissamme nykyisellä kurssitasolla huomioon. Mikäli osakekurssi nousisi yli warrantien merkintähinnan (18 euroa) vaatiman tason, pitäisi näiden aiheuttama diluutio huomioida arvostuksessa.

Arvostustaso	2024e	2025e	2026e
Osakekurssi	5,41	5,41	5,41
Osakemäärä, milj. kpl	15,9	15,9	24,3
Markkina-arvo	86	86	132
Yritysarvo (EV)	90	77	65
P/E (oik.)	5,6	5,1	7,7
P/E	5,6	5,1	7,7
P/B	0,8	0,7	0,7
P/S	1,0	1,0	1,5
EV/Liikevaihto	1,1	0,9	0,7
EV/EBITDA (oik.)	2,6	2,0	1,7
EV/EBIT (oik.)	3,3	2,9	2,5
Osinko/tulos (%)	2,1 %	1,9 %	2,8 %
Osinkotuotto-%	0,4 %	0,4 %	0,4 %

Lähde: Inderes

Arvonmääritys 2/3

Sijoittajan on hyvä huomata, että osakekurssin laskun myötä vaihtovelkakirjojen aiheuttama diluutio nykyisille sijoittajille kasvaa. Nykyisellä kurssilla velkakirjojen aiheuttama diluutio olisi noin 34 %.

Liiketoiminta on pääomaintensiivistä. Tecnotreen kasvu ja kilpailukyvyyn ylläpito vaatii merkittäviä tuotekehityspanostuksia, mitä yhtiö on rahoittanut muun muassa keräämillään vaihtovelkakirjoilla. Käyttöpääoman sitoutumisen lisäksi merkittävät investoinnit ovat olleet osasy taseen merkittävälle paisumiselle viime vuosina. Taseen kasvun myötä myös pääoman tuottoluvut ovat asteittain heikentyneet. Investointien ylittäessä poistot vielä lähivuodet, tulevat pääoman tuottoluvut ennusteissamme asteittain vielä heikentymään. Tuotekehitysmenojen aktivointien hyvä puoli on toisaalta se, että se helpottaa investointien tuottojen arviointia.

Kerroin pohjainen arvostus

Ennusteillamme Tecnotreen vuosien 2024-2025 P/E-kertoimet ovat 6x-5x, kun taas vastaavat EV/EBIT-kertoimet ovat noin 3x. Haasteena tulospohjaisten arvostuskertoimien tarkastelussa on kuitenkin yhtiön heikko kassavirta profiili, sillä tuloslaskelman luvut eivät ole historiassa heijastelleet hyvin yhtiön liiketoiminnan luomaa tai vapaata kassavirtaa. Siten hyväksyttävät arvostuskertoimet eivät ole korkeita. Tarkastelemalla yhtiön nettoaktiivoinneista oikaistua liikevoittoa vuosien 2024-2025 EV/EBIT-kertoimet olisivat 4,5x-3x. P/E-kerroin nousee vuonna 2026 8x tasolle vaihtovelkakirjojen konvertoitumisesta johtuvan osakemäärän kasvun vuoksi.

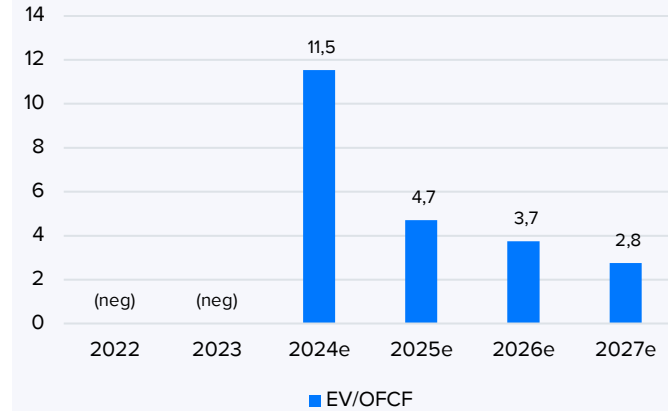
Vapaan kassavirran ollessa kroonisesti tulosta

heikompi on kassavirtakertoimien tarkastelu mielestämme mielekkäämpää. Kassavirtaan liittyy kuitenkin tulosta enemmän volatiliteettia, mikä luo omat haasteensa kertoimien käyttöön. Kuluvaan vuoden kassavirtakerroin (EV/OCF, yritys-arvo/operatiivinen vapaa kassavirta) on ennusteidemme mukaan 12x, mikä ei ole erityisen houkutteleva ottaen huomioon, että näkyvyys kuluvaan vuoden kassavirtoihin on tässä vaiheessa vielä heikko. Ensi vuonna kerroin laskee noin 5x tasolle, mikä vastaisi 21 %:n kassavirtatuottoa. Vuosien 2024-2026 keskimääräisellä operatiivisen vapaan kassavirralla EV/OCF-kerroin on 6,5x. Nämä ovat jo houkuttelevia tasoja, mutta ne pitää sisällään oletuksen jo selvästä kassavirran normalisoitumisesta. Näkyvyys tänne on asti on tässä vaiheessa vielä erittäin huono. Operatiivisessa vapaassa kassavirrassa haasteena on myös ettei se ota huomioon valuuttakursseista tulevia tappioita huomioon, minkä myötä operatiivisen vapaan kassavirran ennusteet antavat todennäköisesti liian ruusuisen kuvan aidosta vapaasta kassavirrasta.

Kassavirtamalli korostaa osakkeen potentiaalia, mikäli kassavirtaprofiili tervehtyy

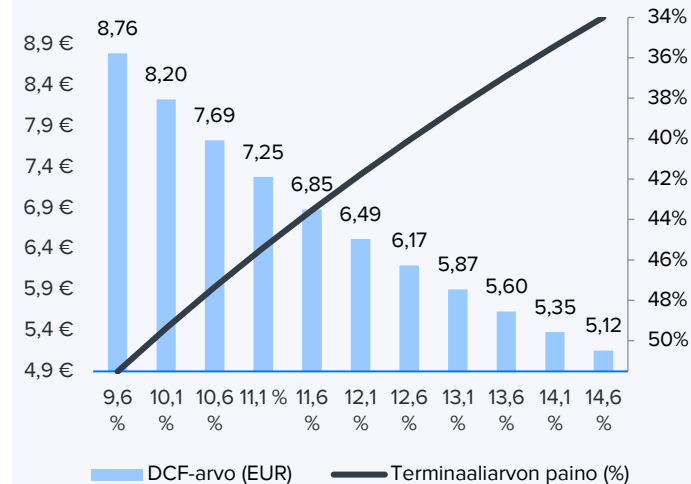
DCF-mallimme mukainen osakkeen arvo on 9,9 euroa, joka indikoisi selvää nousuvaraa osakkeelle. Mallin ikuisuusoletus kasvun osalta on 2 %. Terminaalijakson liikevoittoprosentin olemme asettaneet 25,5 %:iin. Riskejä vahvan kannattavuuden ylläpitämiselle aiheuttaa pitkällä aikavälillä esimerkiksi kilpailun merkittävä kiristyminen, kilpailevien teknologioiden kehitys ja yhtiön kulutehokkaaseen toimintamallin liittyvien tekijöiden heikkeneminen.

EV/OCF (Yritys-arvo/operatiivinen vapaa kassavirta*)



* Ei huomioi valuuttakurssitappioita

DCF-arvon herkkyys muutoksilla WACC:ssa ennustetulla vuoden 2026 osakemäärällä



Lähde: Inderes

Arvonmääritys 3/3

Terminaalikannattavuudessa tulee huomioida myös seuraavien vuosien aikana ennusteissamme merkittävästi nouseva poistotaso yhtiön mittavien investointien seurauksena. Siten käyttökatteen ja liikevoiton erotus tulee kasvamaan ennusteperiodin aikana.

Tecnotreen tapauksessa DCF-mallissa on hyvä huomioida, että kassavirtaennusteisiin liittyy huomattavaa epävarmuutta etenkin käyttöpääoman sitoutumisen ja investointitasojen suhteen. Kassavirtalaskelma ei myöskään huomioi valuuttakurssimuutoksista syntyviä tappioita. Siten arvostuksen nojaaminen täysin DCF-malliin ei ole mielestämme tässä vaiheessa perusteltua. Malli kuitenkin osaltaan kertoo Tecnotreen osakkeen potentiaalista, jos yhtiön kassavirtaprofiili paranee tulevaisuudessa. DCF-malli ei myöskään ota huomioon vaihtovelkakirjoista aiheutuvaa diluutiota vuodesta 2026 eteenpäin. Mikäli DCF-malliin asettaa nykyisen vuoden 2026 ennustamamme osakemäärän DCF-mallin antama osakekohtainen arvo olisi 6,5 euroa.

DCF-mallimme pääoman keskimääräinen kustannus (WACC) ja oman pääoman kustannus on asetettu 12,1 %:iin. Korkeahko tuottovaatimus kuvastaa näkemystämme Tecnotreen korkeasta riskiprofiilista. Tuottovaatimuksessa on myös pyritty huomioimaan yhtiön kassavirtojen lähdemaiden riskisyyttä, sillä useassa yhtiön toimintamaassa riskipreemiot ("Equity Risk Premium") ovat länsimaita huomattavasti korkeampia. Toisaalta suurin osa yhtiön laskutuksesta on euroissa ja dollareissa, mikä osaltaan laskee kuitenkin kassavirtojen riskisyyttä (vs. tilanne jossa kaikki kassavirta olisi toimintamaiden paikallisissa valuutoissa). Mallissamme terminaalijakson painoarvo on 42 %,

joka on mielestämme varsin maltillinen taso kasvuyhtiölle.

Verrokeista ei merkittävää tukea arvostukseen

Verrokeista ei saa merkittävää tukea Tecnotreen arvostuksen tarkkailuun, sillä listattuja BSS-toimittajia on vain muutama. Listatuista BSS-toimittajista kaikki ovat Tecnotreetä selvästi kookkaampia ja myös yhtiöiden maantieteelliset painopistealueet ja siten strategiset valinnat painottuvat kehittyneille markkinoille. Tämä tekee verrokkiryhmän riskiprofiilista matalamman. Myös Tecnotreen heikko kassavirtaprofiili heikentää yhtiön tunnuslukujen vertailua.

Verrokkiryhmän vuosien 2024-2025 mediaani P/E-kertoimet ovat 18x-15x ja vastaavasti EV/EBIT-kertoimet 14x-11x. Tecnotreen tulos pohjaisen alennus on siten erittäin suuri (noin 65-75 %). Alennuksen taustalla on arviomme mukaan yhtiön verrokkeja pienempi koko, korkeampi riskiprofiili sekä erityisesti heikompi kassavirtaprofiili. Mikäli Tecnotree saisi tervehdytettyä kassavirtaprofiilia voisi arvostuksella olla edellytyksiä lähestyä verrokkiensa tasoja pidemmällä aikavälillä. Tähän on hyvässäkin skenaariossa arviomme mukaan pitkä matka.

Riski-/tuotto-suhde ei mielestämme riitä

Tecnotreen sijoitustarinan kannalta olennaista on, miten yhtiö onnistuu kasvuinvestoinneissaan sekä parantamaan kassavirtaprofiiliaan tulevina vuosina. Suhtaudumme positiivisesti yhtiön tavoitteeseen kasvaa myös kehittyvien markkinoiden ulkopuolelle ja liiketoimintamallin muutokseen, sillä näillä voi olla riskejä lieventävä vaikutus paremman kassavirtaprofiiliin myötä. Yleisesti yhtiön fokus on myös vahvasti kassavirran kohentamisessa, mitä

pidämme tervetulleena. Vielä kassavirtaprofiilin rakenteellisesta parantumisesta ei ole nähty merkkejä. Ensimmäinen kriittinen askel yhtiön kannalta olisi, että yhtiö kykenisi rahoittamaan kasvuinvestointejaan tulorahoituksen turvin. Arviomme mukaan liiketoimintaprofiiliin muutoksessa voi mennä kauan, sillä yhtiön maantieteellisiin sijainteihin liittyvät haasteet eivät korjaannu hetkessä.

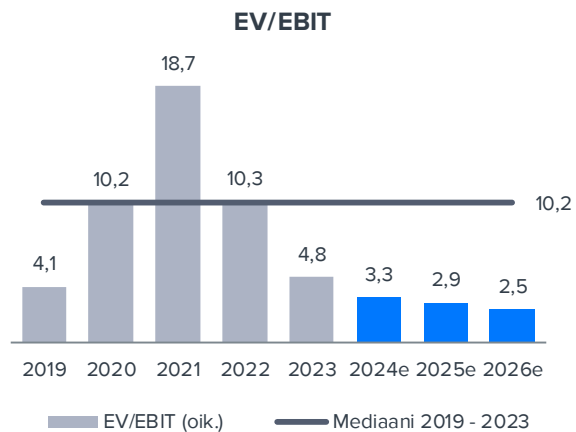
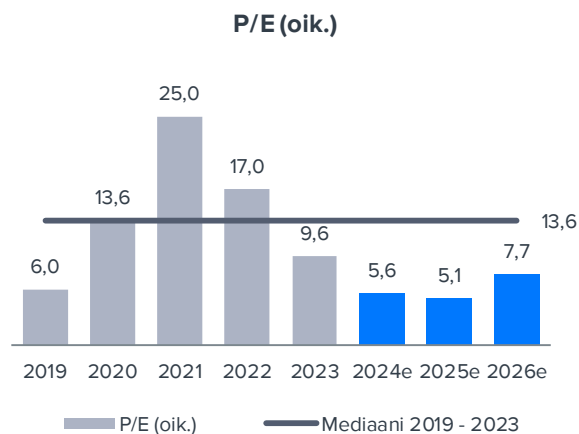
Mikäli yhtiö onnistuu merkittävästi parantamaan kassavirtaprofiiliaan tulevaisuudessa on nykyinen arvostus mielestämme jo houkuttelevalla tasolla. Kohenevan kassavirran lisäksi tämä näkyisi ajan kanssa sijoittajien laskevassa tuottovaatimuksessa, mikä tukisi arvostusta. Kuitenkin jonkin asteista parantumista tällä saralla nykyinenkin arvostus jo hinnoittelee erityisesti kun otetaan huomioon vuosina 2026-2028 tapahtuva diluutio. Mikäli yhtiö jatkaa rahan polttamista ja joutuu turvautumaan oman pääoman ehtoiseen rahoitukseen myös jatkossa, on arvostuksessa edelleen laskuvaraa.

Joka tapauksessa lopputulemien kirjo on mielestämme leveä ja osakkeen käypä arvo on arviomme mukaan välillä 4-10 euroa. Haarukan yläraja kuvastaisi nähdäksemme skenaariota, missä yhtiön tulos alkaisi konvertoitumaan paremmin kassavirraksi ja vastaisi noin 10x vuoden 2024 P/E-kerrointa. Haarukan alaraja kuvastaa tilannetta, jossa yhtiön vapaa kassavirran luontikyky jää jatkossakin niukaksi, mutta yhtiö ei kuitenkaan joudu turvautumaan oman pääoman ehtoiseen rahoitukseen. Korkeisiin riskeihin nähden emme näe tuottopotentiaalia tarpeeksi houkuttelevana ja jäämmekin odottamaan edelleen näyttöjä parantuneen kassavirran muodossa. Laskemme tavoitehintamme 6,0 euroon (aik. 7,0 euroa) ja toistamme vähennä-suosituksemme.

Arvostustaulukko

Arvostustaso	2019	2020	2021	2022	2023	2024e	2025e	2026e	2027e
Osakekurssi	3,40	14,0	29,4	12,6	6,80	5,41	5,41	5,41	5,41
Osakemäärä, milj. kpl	11,8	13,7	15,7	15,5	15,8	15,9	15,9	24,3	24,3
Markkina-arvo	40	192	460	196	108	86	86	132	132
Yritysarvo (EV)	53	198	443	189	114	90	77	65	50
P/E (oik.)	6,0	13,6	25,0	17,0	9,6	5,6	5,1	7,7	7,6
P/E	5,2	14,2	25,0	17,0	9,6	5,6	5,1	7,7	7,6
P/B	11,7	9,7	6,8	2,4	1,2	0,8	0,7	0,7	0,7
P/S	0,9	3,6	7,2	2,7	1,4	1,0	1,0	1,5	1,4
EV/Liikevaihto	1,1	3,7	6,9	2,6	1,4	1,1	0,9	0,7	0,5
EV/EBITDA (oik.)	3,4	9,7	17,5	9,5	4,1	2,6	2,0	1,7	1,3
EV/EBIT (oik.)	4,1	10,2	18,7	10,3	4,8	3,3	2,9	2,5	1,9
Osinko/tulos (%)	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	1,4 %	2,1 %	1,9 %	2,8 %	2,8 %
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,1 %	0,4 %	0,4 %	0,4 %	0,4 %

Lähde: Inderes



DCF-laskelma

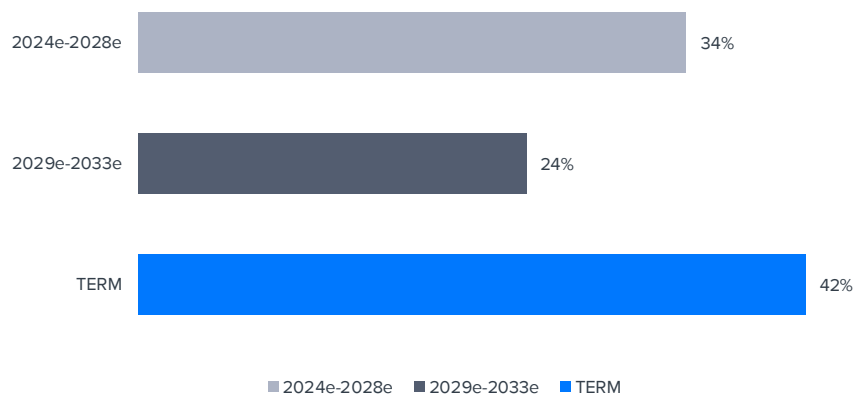
DCF-laskelma	2023	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	2031e	2032e	2033e	TERM
Liikevaihdon kasvu-%	9,5 %	5,0 %	4,7 %	4,5 %	4,0 %	3,3 %	3,0 %	3,0 %	2,5 %	2,5 %	2,0 %	2,0 %
Liikevoitto-%	30,4 %	33,0 %	30,6 %	29,4 %	28,4 %	26,8 %	26,2 %	25,8 %	25,5 %	25,5 %	25,5 %	25,5 %
Liikevoitto	23,8	27,2	26,4	26,5	26,6	25,9	26,1	26,5	26,8	27,5	28,1	
+ Kokonaispoistot	3,9	7,2	11,5	12,3	12,9	13,3	13,6	13,9	14,2	14,9	14,9	
- Maksetut verot	-2,7	-5,0	-5,4	-5,4	-5,2	-4,8	-4,9	-4,9	-5,0	-5,2	-5,7	
- verot rahoituskuluista	-2,0	-1,7	-1,0	-1,0	-0,9	-0,9	-0,9	-0,9	-0,9	-0,9	-0,4	
+ 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	-10,4	-4,4	-0,8	-0,7	-0,8	-1,2	-1,0	-2,1	-1,8	-1,8	-1,5	
Operatiivinen kassavirta	12,7	23,2	30,7	31,7	32,6	32,3	33,0	32,5	33,3	34,5	35,3	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	0,6	-1,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	-13,9	-14,4	-14,4	-14,4	-14,4	-14,5	-14,7	-14,8	-14,9	-14,9	-14,9	
Vapaa operatiivinen kassavirta	-0,6	7,8	16,3	17,3	18,2	17,8	18,3	17,7	18,4	19,6	20,4	
+/- 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	-0,6	7,8	16,3	17,3	18,2	17,8	18,3	17,7	18,4	19,6	20,4	205
Diskontattu vapaa kassavirta	7,2	13,5	12,8	12,0	10,5	9,6	8,3	7,7	7,3	6,8	68,1	
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		164	157	143	130	118	108	98,1	89,9	82,2	74,9	68,1

Velaton arvo DCF	164
- Korolliset velat	-26,7
+ Rahavarat	20,8
-Vähemmistöosuus	0,0
-Osinko/pääomapalautus	-0,2
Oman pääoman arvo DCF	158
Oman pääoman arvo DCF per osake	9,9

Pääoman kustannus (WACC)	
Vero-% (WACC)	20,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	0,0 %
Vieraan pääoman kustannus	3,0 %
Yrityksen Beta	1,50
Markkinoiden riski-preemio	4,75 %
Likviditeettipreemio	2,50 %
Riskitön korko	2,5 %
Oman pääoman kustannus	12,1 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	12,1 %

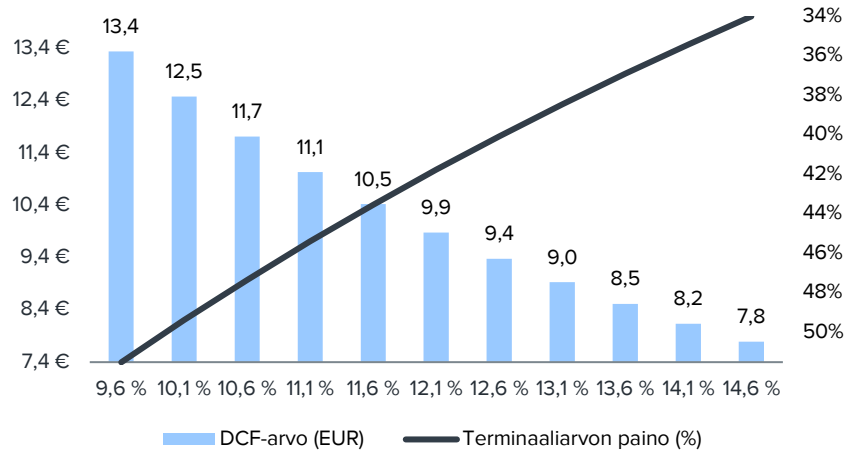
Lähde: Inderes

Rahavirran jakauma jaksoittain

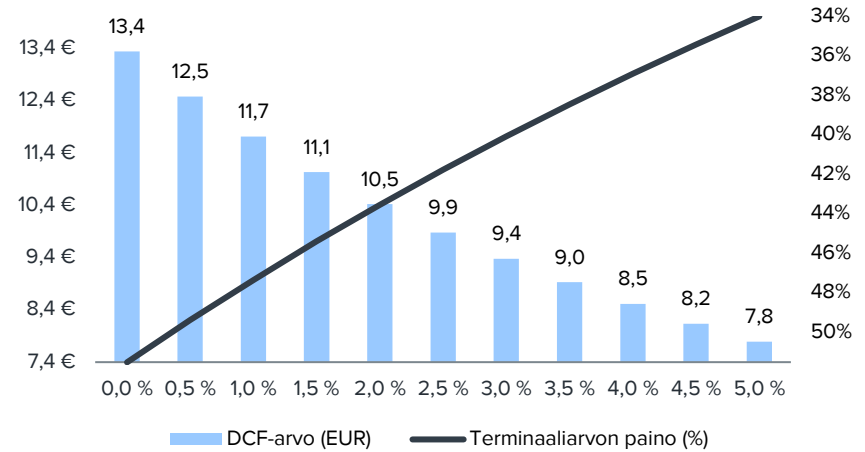


DCF:n herkkyysskalkelmat ja avainoletukset graafeina

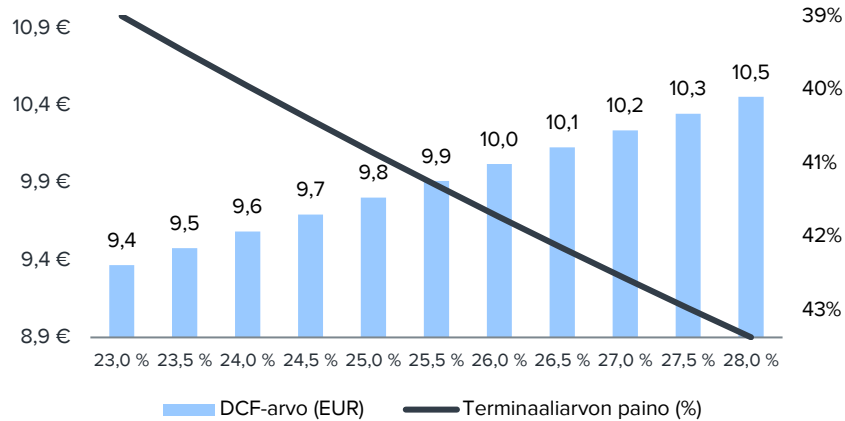
DCF-arvon herkkyys muutoksille WACC-%:ssa



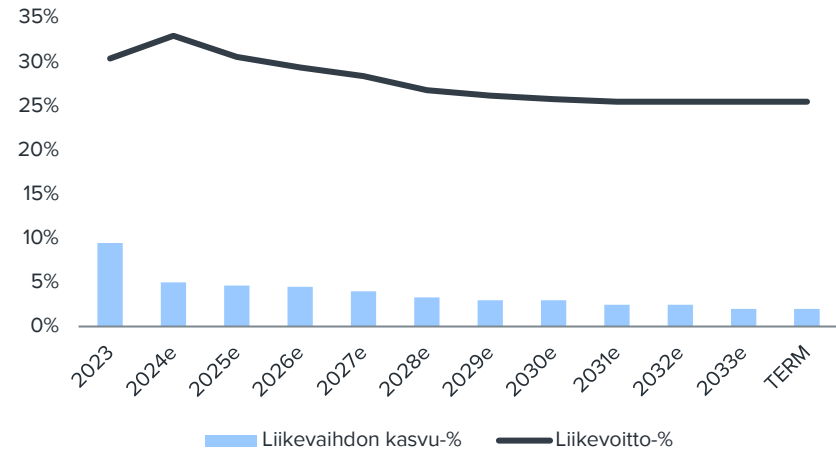
DCF-arvon herkkyys muutoksille riskittömässä korossa



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



DCF-laskelman kasvu- ja kannattavuusoletukset



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

Verrokkiryhmän arvostus

Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Markkina-arvo	Yritysarvo	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B
	MEUR	MEUR	2024e	2025e	2024e	2025e	2024e	2025e	2024e	2025e	2024e	2025e	2024e
Amdocs Ltd	9344	9426	11,0	10,4	9,3	8,8	2,0	1,9	13,2	12,0	2,1	2,2	2,7
CSG Systems International Inc	1148	1539	8,7	8,2	6,8	6,4	1,5	1,4	10,3	9,6	2,9	3,1	
Comarch SA	577	498	14,0	11,3	8,5	7,4	1,1	1,0	17,8	14,9	2,0	2,2	1,5
Sterlite Technologies Ltd	677	1018	30,9	23,8	13,6	11,2	1,6	1,4	17,8	20,1	2,0	1,5	2,4
Cerillion PLC	543	518	26,1	22,9	23,1	20,6	10,1	9,0	33,3	29,8	0,8	0,8	9,8
Tecnotree (Inderes)	86	90	3,3	2,9	2,6	2,0	1,1	0,9	5,6	5,1	0,4	0,4	0,8
Keskiarvo			18,1	15,3	12,3	10,9	3,2	3,0	18,5	17,3	1,9	2,0	4,1
Mediaani			14,0	11,3	9,3	8,8	1,6	1,4	17,8	14,9	2,0	2,2	2,5
Erotus-% vrt. mediaani			-76 %	-74 %	-72 %	-77 %	-31 %	-38 %	-68 %	-66 %	-82 %	-83 %	-66 %

Lähde: Refinitiv / Inderes

Yhteenveto

Tuloslaskelma	2021	2022	2023	2024e	2025e	Osakekohtaiset luvut	2021	2022	2023	2024e	2025e
Liikevaihto	64,2	71,6	78,4	82,3	86,2	EPS (raportoitu)	1,17	0,74	0,71	0,96	1,07
Käyttökate	25,3	19,8	27,7	34,3	37,9	EPS (oikaistu)	1,17	0,74	0,71	0,96	1,07
Liikevoitto	23,7	18,3	23,8	27,2	26,4	Operat. kassavirta / osake	0,40	0,28	0,80	1,46	1,93
Voitto ennen veroja	21,5	17,2	13,9	20,3	22,4	Vapaa kassavirta / osake	-0,30	-0,32	-0,04	0,49	1,02
Nettovoitto	18,4	11,6	11,2	15,3	17,0	Omapääoma / osake	4,33	5,15	5,46	6,39	7,44
Kertaluontoiset erät	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	Osinko / osake	0,00	0,00	0,01	0,02	0,02
Tase	2021	2022	2023	2024e	2025e	Kasvu ja kannattavuus	2021	2022	2023	2024e	2025e
Taseen loppusumma	79,3	103,8	128,2	161,8	177,5	Liikevaihdon kasvu-%	22 %	12 %	9 %	5 %	5 %
Oma pääoma	67,7	80,1	86,5	101,6	118,3	Käyttökateen kasvu-%	24 %	-22 %	40 %	24 %	10 %
Liikearvo	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	Liikevoiton oik. kasvu-%	23 %	-23 %	30 %	14 %	-3 %
Nettovelat	-17,6	-7,5	5,9	3,4	-9,5	EPS oik. kasvu-%	14 %	-37 %	-5 %	36 %	11 %
Kassavirta	2021	2022	2023	2024e	2025e	Käyttökate-%	39,4 %	27,7 %	35,4 %	41,7 %	43,9 %
Käyttökate	25,3	19,8	27,7	34,3	37,9	Oik. Liikevoitto-%	36,9 %	25,6 %	30,4 %	33,0 %	30,6 %
Nettokäyttöpääoman muutos	-15,5	-9,6	-10,4	-4,4	-0,8	Liikevoitto-%	36,9 %	25,6 %	30,4 %	33,0 %	30,6 %
Operatiivinen kassavirta	6,3	4,4	12,7	23,2	30,7	ROE-%	42,0 %	15,6 %	13,4 %	16,3 %	15,4 %
Investoinnit	-7,3	-14,8	-13,9	-14,4	-14,4	ROI-%	46,8 %	24,0 %	24,1 %	20,9 %	17,1 %
Vapaa kassavirta	-4,7	-4,9	-0,6	7,8	16,3	Omavaraisuusaste	85,4 %	77,1 %	67,5 %	62,8 %	66,7 %
						Nettovelkaantumisaste	-25,9 %	-9,3 %	6,8 %	3,4 %	-8,0 %
Arvostuskertoimet	2021	2022	2023	2024e	2025e						
EV/Liikevaihto	6,9	2,6	1,4	1,1	0,9						
EV/EBITDA (oik.)	17,5	9,5	4,1	2,6	2,0						
EV/EBIT (oik.)	18,7	10,3	4,8	3,3	2,9						
P/E (oik.)	25,0	17,0	9,6	5,6	5,1						
P/B	6,8	2,4	1,2	0,8	0,7						
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,1 %	0,4 %	0,4 %						

Lähde: Inderes

Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

Suosituksien historia (>12 kk)

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

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

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

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

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

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

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

Inderesin tutkimusta laatineilla analyytikoilla tai Inderesin työntekijöillä ei voi olla 1) merkittävän taloudellisen edun ylittäviä omistuksia tai 2) yli 1 %:n omistusosuuksia missään tutkimuksen kohteena olevissa yhtiöissä. Inderes Oyj voi omistaa seuraamiensa kohdeyhtiöiden osakkeita ainoastaan siltä osin, kuin yhtiön oikeaa rahaa sijoitavassa mallisalkussa on esitetty. Kaikki Inderes Oyj:n omistukset esitetään yksilöityinä mallisalkussa. Inderes Oyj:llä ei ole muita omistuksia analyysin kohdeyhtiöissä. Analyysin laatinen analyytikon palkitsemista ei ole suoralla tai epäsuoralla tavalla sidottu annettuun suositukseen tai näkemykseen. Inderes Oyj: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 sijoittajaviestinnän palveluita, joiden tavoitteena on parantaa yhtiön ja pääomamarkkinoiden välistä kommunikaatiota. Näitä palveluita ovat sijoittajatalaisuuksien ja -tapahtumien järjestäminen, sijoittajaviestinnän liittyvä neuvonanto, sijoitustutkimusraporttien laatiminen.

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

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

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

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
5.8.2022	Lisää	0,80 €	0,69 €
15.9.2022	Lisää	0,65 €	0,54 €
24.10.2022	Lisää	0,65 €	0,54 €
15.12.2022	Lisää	0,70 €	0,63 €
27.2.2023	Vähennä	0,58 €	0,54 €
28.3.2023	Lisää	0,54 €	0,44 €
19.4.2023	Vähennä	0,54 €	0,52 €
7.8.2023	Lisää	0,54 €	0,48 €
30.10.2023	Vähennä	0,42 €	0,38 €
23.2.2024	Vähennä	0,35 €	0,32 €
<i>Osakkeiden yhdistäminen 20:1 suhteella</i>			
29.4.2024	Vähennä	7,00 €	6,30 €
10.5.2024	Vähennä	6,00 €	5,41 €

Inderesin tehtävä on yhdistää sijoittajat ja pörssiyritykset. Asiakkainamme on yli 400 pörssiyritystä, jotka haluavat palvella omistajiaan ja sijoittajayhteisöä tarjoamalla parempaa sijoittajaviestintää. Sijoittajayhteisöömme kuuluu yli 70 000 aktiivista osakesijoittamisesta kiinnostunutta jäsentä.

Inderesin yhteiskunnallisena tavoitteena on demokratisoida sijoittajatieta. Uskomme sijoittajien yhtäläisiin mahdollisuuksiin saada tietoa, jonka avulla säästää ja sijoittaa tulevaisuuteensa.

Pörssiyrityksille tuotamme ratkaisuja, joiden avulla toteuttaa tehokasta ja avointa sijoittajaviestintää. Inderesin tuotetarjooma kattaa kaikki keskeiset pörssiyrityksen sijoittajaviestinnän tarvitsemat ratkaisut. Päätuotteitamme ovat osakeanalyysi, IR-tapahtumat, IR-ohjelmistot ja yhtiökokoukset.

Sijoittajayhteisölle tarjoamme palveluita, joiden avulla yhteisön jäsenet voivat kehittyä paremmiksi sijoittajiksi, verkostoitua muiden sijoittajien kanssa sekä saada ajantasaista tietoa sijoituspäätösten tueksi.

Inderes on listattu Nasdaq First North -markkinapaikalle ja se toimii Suomessa, Ruotsissa, Tanskassa ja Norjassa.

Inderes Oyj

Itämerentori 2

00180 Helsinki

+358 10 219 4690

Palkittua analyysia osoitteessa inderes.fi



STARMINE
ANALYST AWARDS
FROM REFINITIV



THOMSON REUTERS
ANALYST AWARDS



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



Mikael Rautanen
2014, 2016, 2017, 2019



Sauli Vilén
2012, 2016, 2018, 2019, 2020



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



Olli Koponen
2020



Joni Grönqvist
2019, 2020



Erkki Vesola
2018, 2020



Petri Gostowski
2020



Atte Riikola
2020

**Analyysi kuuluu
kaikille.**