

# Comptel

Yhtiöraportti

6/2016

inde  
res.

# Laatuyhtiö alennuksessa

Nostamme Comptelin suosituksen osta-tasolle (aik. lisää) ja tarkistamme tavoitehintaamme 1,85 euroon (aik. 1,75 EUR). Mielestämme yhtiö on tällä hetkellä erittäin kiinnostavassa vaiheessa, sillä Comptelin molemmat liiketoimintayksiköt ovat vahvassa vedossa eikä osakemarkkina ole vielä hahmottanut FWD-tuotteeseen liittyvää potentiaalia.

## Markkinoilla vahvat kysyntäfundamentit

Comptel on globaalisti toimiva yhtiö, jonka ohjelmistojen avulla operaattorit hallitsevat digitaalisten palveluiden kysyntää ja tarjontaa. Comptelin ohjelmistot yhdistävät operaattorin fyysiset ja virtuaaliset tietoliikenneverkot operaattoreiden asiakasjärjestelmiin. Comptelin markkinoiden kysyntäfundamentit ovat näkemyksemme mukaan vahvat, mitä tukee tietoliikenneverkkojen virtualisoituminen ja älykkyyden siirtyminen ohjelmistoihin sekä operaattoreiden liiketoimintamallin murroksen aiheuttama tarve järjestelmien modernisointiin. Comptel on arvioinut sen markkinoiden kasvavan 7-8 %:n vuosivauhtia.

## Comptelin molemmat liiketoimintayksiköt hyvässä iskussa

Comptelilla oli selkeitä kasvuaasteita 2010-luvun alkupuolella. Nyt yhtiön Service Orchestration -yksikkö on ollut jo kahden vuoden ajan vahvassa kasvuvedossa. Yhtiö on uudella Fulfillment-tuotteella noussut nopeasti markkinan johtavien toimijoiden joukkoon, mikä osoittaa yhtiön teknologian olevan kilpailukykyistä. Tämän markkinan kasvunäkymät ovat edelleen vahvat ja virtualisoituminen tulee olemaan merkittävä ajuri markkinalle seuraavan viiden vuoden aikana. Intelligent Data -yksikössä Comptel on viimeiset kolme neljännestä ollut vahvassa kasvussa. Yhtiö on onnistunut myymään nykyiseen asiakaskuntaansa uusia integroidun analytiikan ja älykkyyden ohjelmistolaajennuksia, mikä ajaa nyt myös tämän yksikön kasvua. Molempien yksiköiden ajaessa Comptelin kasvua ja tilauskannan ollessa hyvällä tasolla on näkyvyys yhtiön kasvun jatkumiseen mielestämme parempi kuin aikoihin.

## FWD:ssä potentiaalia läpimurtoon

Comptelin uusi SaaS-pohjainen myyntikanavaratkaisu FWD on herättänyt merkittävää kiinnostusta operaattoreissa ja toimialalla, sillä se tarjoaa sekä kuluttajille että operaattoreille yksinkertaisen ratkaisun mobiilidatan hinnoitteluun liittyviin ongelmiin erityisesti kehittyvillä markkinoilla. FWD:ssä loppukäyttäjät ostavat dataliittymän älypuhelimeen mikromaksuina suoraan sovelluksesta aikapohjaisella hinnoittelulla. Comptelin ansainta perustuu osuuteen sovelluksen tuottamasta liikevaihdosta, mikä periaatteessa mahdollistaa tuotteelle Supercell-tason skaalautuvuuden. Arviomme mukaan tuleme saamaan tämän vuoden lopulla ensimmäisten merkittävien asiakkuuksien ylösajon jälkeen viitteitä siitä, onko tuote lähdössä lentoon.

## Maltillisesti hinnoiteltu kasvuyhtiö

Ennustamme Comptelin vahvan liikevaihdon kasvun jatkuvan lähivuodet noin 15 %:n tasolla ja yhtiön liikevoitto-%:n vähitellen skaalautuvan kohti 15 % tasoa. Osakkeen P/E-luvut tälle ja ensi vuodelle ovat 19x ja 14x, mitä pidämme hyvin maltillisena globaalille, teknologisen kilpailuedun kasvuyhtiölle. Osien summa -laskelmamme arvottaa yhtiön 1,9 euron osakekohtaiseen arvoon. Arvostuksen perusteella FWD on nykykurssilla ilmainen optio osakkeessa, vaikka FWD yksinään voisi läpimurto-kenaariossa olla arvokkaampi kuin nykyinen Comptel.

## Analyttikko

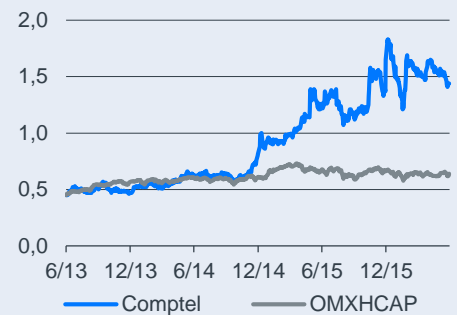
Mikael Rautanen  
+ 358 50 3460321  
mikael.rautanen@inderes.fi



## Suositus

Osta

Tavoitehinta: 1,85 €



Lähde: Bloomberg

Eilisen päätös **1,47 EUR**

12 kk vaihteluväli **1,07-1,83 EUR**

Potentiaali **+26 %**

## Avainluvut


	2015	2016e	2017e
Liikevaihto	97,8	111,7	129,9
- kasvu-%	14 %	14 %	16 %
EBIT	8,5	13,5	17,9
- EBIT-%	8,7 %	12,1 %	13,8 %
Tulos ennen veroja	7,7	12,5	17,6
Nettotulos	4,6	8,3	11,6
EPS (oik.)	0,04	0,08	0,11

	2015	2016e	2017e
Osakekurssi, EUR	1,83	1,47	1,47
Markkina-arvo MEUR	201	161	161
EV, MEUR	204	156	153
P/E	43,9	19,5	13,9
EV/Sales	2,1	1,4	1,2
EV/EBIT	24,0	11,6	8,5
Osinkotuotto-%	1,6 %	2,7 %	4,8 %

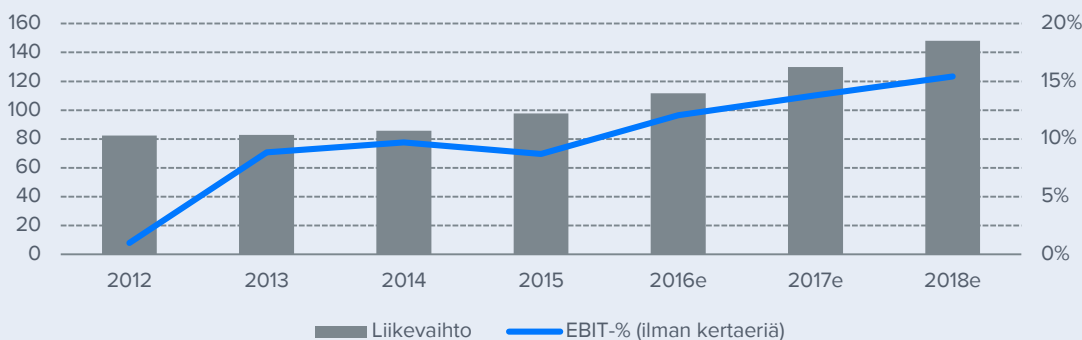
Lähde: Inderes

# Comptel yhteenveto

## Sijoitusnäkemys

<b>Arvoajurit</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Kasvatavat markkinat (7-8 %) ja vahvat kysyntäfundamentit</li> <li>Tuoteportfolio todistetusti hyvässä iskussa</li> <li>Uudella FWD-tuotteella potentiaalia läpimurtoon</li> </ul>	➔	 <b>Osta</b> <b>Tavoitehintaa:</b> <b>1,85 €</b>
<b>Riskitekijät</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Kysynnän hiipuminen vakiintuneilla tuotealueilla</li> <li>Epäonnistuminen uusissa teknologioissa kuten virtualisoituminen</li> <li>Asiakaskunnan ja kilpailijoiden konsolidoituminen</li> </ul>		
<b>Arvostus</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>FWD-tuote ilmainen optio osakkeessa</li> <li>Houkutteleva arvostus tulospohjaisesti ja verrokkeihin nähden</li> <li>Potentiaalinen ostokohde konsolidoituvalla markkinalla</li> </ul>		

## Liiketoiminnan kehitys



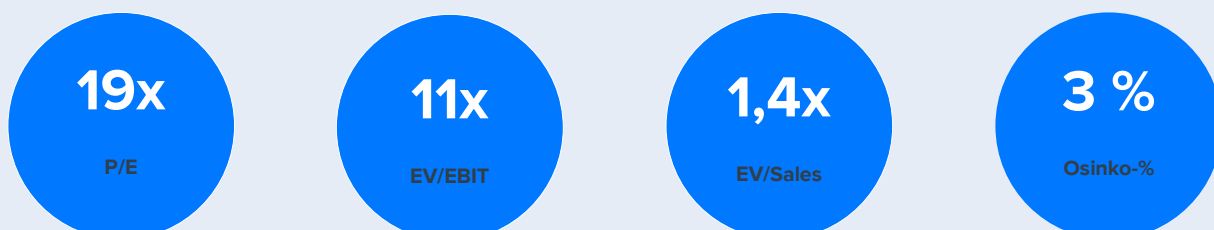
Lähde: Comptel, ennuste Inderes

## Liiketoimintarakenne, 2015

<b>Liikevaihtotyyppi</b>	<b>35 %</b> Ylläpito	<b>65 %</b> Projektit ja lisenssit		
<b>Maantieteellinen</b>	<b>41 %</b> Eurooppa	<b>11 %</b> Amerikat	<b>17 %</b> MEA	<b>30 %</b> APAC
<b>Liiketoiminta- yksiköt</b>	<b>43 %</b> Intelligent Data	<b>57 %</b> Service Orchestration		

Lähde: Comptel

## Arvostus 2016e



# Sisällysluettelo

Comptel yhteenveto .....	3
Sanasto .....	5
Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli .....	6
Toimiala ja kilpailukenttä .....	11
Strategia .....	18
Ennusteet ja arvostus .....	23
Tuloslaskelma, tase ja DCF-malli.....	30
Vuosineljännesennusteet ja tiivistelmä .....	32
Vastuuvapauslauseke .....	34

# Sanasto

**BSS** (Business Support System) käsittää teleoperaattorin liiketoimintaa tukevat ohjelmistot, kuten laskutusjärjestelmät ja asiakkuudenhallintajärjestelmät.

**OSS** (Operations Support System) käsittää teleoperaattorin liiketoiminnan tukiohjelmistot, kuten verkkotieto- ja palvelujen aktivointijärjestelmät. Nämä ohjelmistot yhdistävät IT-toimittajien järjestelmät ja verkkolaitteet toisiinsa.

**OSS/BSS-markkina** käsittää operaattoreiden liiketoiminnan tukiohjelmistojen ja niihin liittyvien palveluiden markkinan. Rajanveto OSS- ja BSS-järjestelmien välillä on häilyvä, minkä takia OSS/BSS-markkinalla viitataan usein laajalti operaattoreiden ohjelmistopalvelumarkkinaan.

**Mediaatio-ohjelmisto** on järjestelmä, joka kerää sadoista eri rajapinnoista operaattorin verkossa liikkuvan tiedon. Ohjelmisto kerää tietoliikenneverkosta asiakkaan käyttötiedot, esimerkiksi kuukauden aikana soitetut puhelut ja lähetetyt tekstiviestit. Tämä tieto medioidaan eli muokataan muotoon, jossa se voidaan syöttää operaattorin laskutusjärjestelmään. Mediointiohjelmistolla voidaan kerätä laskutustiedon ohella myös muutakin verkoissa liikkuvaa tietoa.

**Policy Control** on ohjelmisto, joka vastaa operaattorin verkossa olevista säännöistä. Se luo ja valvoo operaattorin myymiä palvelupaketteja.

**Fulfillment** on ohjelmistokokonaisuus, joka automatisoi operaattorin palveluiden toimitusprosessin. Kun asiakas tekee tilauksen, tämä ohjelmisto käy tarkistamassa, mitä resursseja operaattorin verkossa on vapaana ja käy aktivoimassa tilatut palvelut fyysiseen verkkoon.

**Provisiointi** on Fulfillment-kokonaisuuteen kuuluva ohjelmisto. Provisiointiohjelmisto aktivoi uusia asiakkaita ja näiden operaattoreilta tilaamia palveluita tietoliikenneverkkoon. Provisiointiohjelmisto välittää asiakkaan tilauksen oikeisiin tietoliikenneverkon verkkoelementteihin, jolloin liittymä ja asiakkaan tilaamat palvelut aktivoituvat.

**FWD** on Comptelin sisäisen start up -yksikön kehittämä digitaalinen myyntikanavaratkaisu operaattoreille. Ratkaisun avulla operaattorin asiakkaat voivat ostaa helposti datayhteyttä pienissä erissä aikapohjaisella hinnoittelulla suoraan älypuhelimesta.

**SoftBlade** kuvastaa Comptelin tuotestrategiaa. SoftBlade on teknologia-alustaan integroitu tai helposti integroitava ohjelmistotuote. Comptelin tuotestrategiassa yhtiö myy teknologia-alustaa, jonka päälle hankittavilla SoftBlade-ohjelmistoilla asiakkaat voivat ottaa nopeasti käyttöön uusia ominaisuuksia.

# Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli

Comptel on televiestintään erikoistunut ohjelmistoyhtiö, jonka ratkaisujen avulla operaattorit hallitsevat digitaalisten palveluiden kysyntää ja tarjontaa. Comptelin ohjelmistot yhdistävät operaattorin fyysiset ja virtuaaliset tietoliikenneverkot operaattoreiden asiakasjärjestelmiin. Yhtiö kehittää, myy ja toimittaa ratkaisuja ja palveluita globaalisti. Comptelin liikevaihto vuonna 2015 oli 98 miljoonaa euroa ja liikevoitto 8,5 miljoonaa euroa. Yhtiö työllistää 750 henkeä 20 maassa ja se on palvellut lähes 300 teleoperaattoria 90 maassa historiansa aikana. Yhtiöllä on kaksi liiketoimintayksikköä sekä yksi sisäisen start-upin kehittämä uusi tuotealue. Intelligent Data -yksikkö kehittää operaattorin verkossa liikkuvan tiedon keräämiseen ja analysointiin liittyviä ohjelmistoja. Service Orchestration -yksikkö toimii Fulfillment-tuotealueella operaattorin palveluiden toimitusprosessien automatisoinnissa. Comptelin liiketoimintamalli perustuu ohjelmistolisensseihin ja niiden toimitusprojekteihin sekä ylläpitoliiketoimintaan, joka käsittää tukipalvelut, ylläpidon ja jatkuvat Managed Services -palvelusopimukset. Yhtiön sisäisen start-upin kehittämä digitaalinen myyntikanavaratkaisu FWD perustuu SaaS-liiketoimintamalliin.

## Yhtiökuvaus

Comptel toimii operaattoreiden tukiohjelmistojen (OSS, Operations Support Systems) markkinalla.

Yksinkertaistettuna nämä ohjelmistot toimivat operaattorin fyysisen (tai tulevaisuudessa myös virtuaalisen) tietoliikenneverkon ja asiakkuudenhallinta-järjestelmien (BSS, Business Support Systems) välisenä linkkinä. Raja OSS- ja BSS-järjestelmien välillä on häilyvä ja yhdessä ne kuvastavat operaattoreiden fyysisen verkon päällä olevaa ohjelmistokerrosta, jonka avulla operaattori rakentaa ansainnan tietoliikenneverkolle. OSS/BSS-ohjelmistojen markkina on kasvava ja sen pitkän aikavälin kysyntäfundamentit ovat vahvoja, sillä markkinaa tukee pitkän aikavälin trendi, jossa tietoliikenneverkkojen älykkyys ja arvo siirtyvät verkkolaitteista ohjelmistoihin.

Comptelin ohjelmistojen avulla operaattorit pystyvät automatisoimaan prosessejaan, rakentamaan uusia ansaintamalleja, parantamaan asiakaspalveluaan sekä nopeuttamaan uusien palveluiden tuomista markkinoille. Yhtiön toimittamat ohjelmistojärjestelmät ovat operaattorille hyvin liiketoimintakriittisiä, minkä johdosta asiakaspysyvyys alalla on tyypillisesti hyvin vahvaa.

Vuoden 2015 alusta Comptel on jaettu kahteen liiketoimintasegmenttiin: Intelligent Data sekä Service Orchestration. Molemmat liiketoiminnat vastaavat noin puolta yhtiön liikevaihdosta. Lisäksi yhtiöllä on sisäinen start-up -yksikkö Next, joka toi viime vuoden lopussa ensimmäisen tuotteen FWD:n markkinoille.

## Liikevaihdon rakenne 2015

<b>Liikevaihtotyyppi</b>	<b>35 %</b> Ylläpito	<b>65 %</b> Projektit ja lisenssit		
<b>Maantieteellinen</b>	<b>41 %</b> Eurooppa	<b>11 %</b> Amerikat	<b>17 %</b> MEA	<b>30 %</b> APAC
<b>Liiketoiminta- yksiköt</b>	<b>43 %</b> Intelligent Data	<b>57 %</b> Service Orchestration		

Lähde: Comptel

## Intelligent Data -yksikkö

Comptelin Intelligent Data -yksikön ydinosaamista on operaattorin verkoissa liikkuvan valtavan datamassan käsittely ja prosessointi. Tämä yksikkö käsittää yhtiön EventLink -teknologia-alustan, johon kuuluu useita valmiiksi integroitua ohjelmistotuotteita (SoftBlade), kuten mediointi- ja analytiikkatuotteet. Yksikön liikevaihto vuonna 2015 oli 42,5 MEUR ja liikevoitto-% 13,7 %

**Mediointiohjelmistot** ovat olleet alusta alkaen yksi Comptelin ydinliiketoiminnoista ja niiden osuus Intelligent Datan liikevaihdosta on käsityksemme mukaan yhä merkittävä. Mediointiohjelmisto kerää sadoista eri rajapinnoista fyysisessä verkossa liikkuvan tiedon. Tämä tieto medioidaan eli muokataan muotoon, jossa se voidaan syöttää operaattorin laskutusjärjestelmään. Käytännössä tämän ohjelmiston ansiosta operaattori laskuttaa asiakasta palveluiden käytöstä oikein. Mediointiohjelmistojen kysyntää tukee verkkoon kytkeytyvien laitteiden määrän kasvun myötä operaattoreiden tarve kerätä verkosta tietoa yhä useammista muuttujista (kuten paikkatieto, käyttäjätieto, verkkoon kytkettyjen antureiden keräämä tieto, koneiden välinen kommunikaatio (M2M) jne.). Perinteisissä laskutustiedon mediointiohjelmistoissa markkinan

kasvunäkymät ovat vaatimattomat, sillä operaattorit ovat jo tehneet investoinnit näihin järjestelmiin.

Comptelin mediointiohjelmistot prosessoivat yhtiön arvion mukaan 20 % maailman mobiiliverkoissa liikkuvasta laskutusdatasta. Comptelin strategiassa yksi keskeinen hanke viime vuosina on ollut integroida analytiikkaratkaisut osaksi näitä mediointiohjelmistoja, jolloin kerätyn reaaliaikaisen datan avulla voidaan luoda arvoa toteuttamalla esimerkiksi automatisoituja älykkäitä toimenpiteitä. Yhtiön uusimmassa EventLink -tuotealustassa integroitu analytiikka voidaan toimittaa asiakkaalle erillisenä SoftBlade-ohjelmistotuotteena. Integroitu analytiikka luo vahvaa kilpailuetua sekä lisämyynnin mahdollisuuksia Comptelin mediointiratkaisuille.

**Policy Control** -ohjelmisto pitää huolen operaattorin verkoissa olevista säännöistä. Se esimerkiksi vastaa siitä, että liittymäpaketin datakäytön rajoitus astuu voimaan kun asiakas saavuttaa liittymään kuuluvan datarajoituksen. Comptel on tällä tuotealueella haastajan asemassa uuden 2015 markkinoille tulleen Monetizer-tuotteen kanssa. Analytiikkaan integroituna Policy Control -ohjelmisto pystyy ennustamaan liittymäasiakkaiden kysyntää ja tarjoamaan asiakkaalle hänen käyttöönsä perustuen paras palvelukokonaisuus. Näiden ohjelmistojen markkinat kasvavat voimakkaasti.

**Analytiikkaohjelmistoja** Comptel myy pääsääntöisesti integroituna osaksi muita ratkaisuja. Analytiikan avulla mediointiohjelmiston keräämää tietoa voidaan muuttaa älykkäiksi ja automatisoiduiksi toimenpiteiksi.

## Service Orchestration -yksikkö

Service Orchestration -ratkaisuissa on kyse operaattorin resurssien tehokkaasta allokoinnista sekä palvelujen toimitusprosessin automatisoinnista. Nämä ratkaisut vastaavat siitä, että operaattorilta tilattu palvelu aktivoituu käyttöön automatisoidusti ja nopeasti. Näiden ratkaisujen kysyntää ajaa se, että perinteisesti operaattoreilla palveluiden toimitusprosessiin liittyy paljon manuaalisia back-office -työvaiheita, joita voidaan ohjelmistojen avulla automatisoida. Yksikön liikevaihto vuonna 2015 oli 55,3 MEUR ja liikevoitto-% 9,3 %.

**Fullfilment**-ohjelmisto eli toimitusprosessiratkaisu käsittää käytännössä koko Service Orchestration -tuotekokonaisuuden. Comptel kutsuu Fulfillment-tuotettaan nimellä FlowOne. Kun liittymäasiakas tekee tilauksen, tämä ohjelmisto käy tarkistamassa, mitä resursseja operaattorin tietoliikenneverkossa on vapaana ja käy aktivoimassa tilatut palvelut verkkoon. Kooltaan nämä ovat suuria projekteja ja Fulfillment-ohjelmistojen markkina on nopeasti kasvava. Ratkaisujen kovin kysyntä keskittyy pääasiassa kiinteän verkon kompleksisuuden hallintaan.

Comptel myi aiemman Fulfillment -ohjelmistonsa (AxioSS) Ciscolle vuonna 2011, minkä jälkeen yhtiö on rakentanut uuden ratkaisukokonaisuuden tälle tuotealueelle. Myös

Fulfillment perustuu teknologia-alustaan, jonka alla on erillisiä ohjelmistotuotteita (SoftBlades). Näitä alatuotteita Comptelilla ovat esimerkiksi provisiointi-, numeroiden hallinta-, katalogi-, tilauksen hallinta ja Inventory -ohjelmistot. **Provisiointi** on mediointin ohella Comptelin toinen perinteinen vahvuus ja tuotteena se on ollut historiallisesti yhtiön syömähänne. Tämä ohjelmisto käytännössä provisioi SIM-kortin eli aktivoi tilaukset tietoliikenneverkkoon. Inventory taas edustaa operaattorin tietovarastoa siitä, mitä fyysisiä ja loogisia verkkoelementtejä operaattorilla on eli millaisia yhteyksiä operaattorin verkossa on käytettävissä. Comptelin Inventory-järjestelmät ovat peruja vuonna 2005 tehdystä EDB Telecomin verkkotietojärjestelmä-liiketoiminnan ostosta.

Comptelin Fulfillment-ratkaisujen integroituminen analytiikkaan on yhtiöllä vielä kehitysvaiheessa. Analytiikan integraation etu Service Orchestrationin tuotteisiin syntyy siitä, että Fulfillment pystyy esimerkiksi toteuttamaan analytiikan perusteella verkkoon palvelua parantavia tai virheitä ehkäiseviä toimenpiteitä automatisoidusti.

## Next-yksikkö ja FWD-tuote

Comptelin organisaatioon kuuluu myös Next-yksikkö, joka edustaa yhtiön sisäistä start-upia, jonka tavoitteena kehittää uusia pilvipohjaisia palveluita. Yksikön ensimmäinen kaupallinen tuote on digitaalinen myyntikanavaratkaisu FWD, joka lanseerattiin vuoden 2015 lopussa ja se tuli ensimmäisenä käyttöön Suomessa DNA:lle.

FWD:n avulla pre-paid liittymän käyttäjä voi ostaa operaattoriltaan dataa aikapohjaisella hinnoittelulla pienissä erissä suoraan älypuhelimesta. Tämä hyvin yksinkertainen (mutta teknologialtaan monimutkainen) ratkaisu ratkaisee kehittyvien maiden pre-paid -operaattoreiden yhden keskeisimmän ongelman, eli dataliikenteen ansainnan rakentamisen. Kehittyvissä maissa haasteena on kuluttajille epäselvät dataliikenteen määrään pohjautuvat hinnoittelumallit sekä dataliittymien monelle ulottumattomissa olevat hinnat, mikä on tehnyt operaattoreille datan ansainnan haastavaksi. FWD:ssä datan pilkkominen aikapohjaisiin mikromaksuihin tuo dataliittymät käytännössä kaikkien kuluttajien ulottuville. Operaattoreille FWD:n hienous on siinä, että ne pystyvät käytännössä hintoja nostamalla luomaan uutta liikevaihtoa.

Comptel operoi itse FWD-palvelua esimerkiksi julkisessa pilvessä, mutta operaattori tarjoaa sen kuluttajalle omana white label -ratkaisunaan. Kuluttajan on siis itse ladattava sovellus puhelimeen tai se tulee tarjota valmiiksi asennettuna puhelimeen, jotta palvelua voidaan käyttää. Comptel investoi tähän yksikköön viime vuonna noin 3 miljoonaa euroa ja tämän yksikön ratkaisut eivät ole vielä siinä vaiheessa, että ne tuottaisivat olennaista liikevaihtoa.

# Liiketoimintamallit

Intelligent Data -yksikön osalta Comptelin liiketoimintamalli painottuu ohjelmistolisensseihin ja ylläpitoliiketoimintaan. Vastaavasti Service Orchestrationissa liiketoiminta on enemmän lisenssi- ja projektitoimituksiin pohjautuvaa ja palveluiden suhteellinen osuus liikevaihdosta on korkeampi kuin Intelligent Datassa. Comptelin koko liikevaihdosta reilu kolmannes on jatkuvaa ylläpitoliiketoimintaa (2015: 34 MEUR) ja loput projekti- ja lisenssimyyntiä (2015: 63 MEUR).

Comptel on liiketoimintamalliltaan täysverinen ohjelmistoyhtiö. Selkeää jaottelua tuote- ja palveluliiketoiminnan välillä on kuitenkin vaikea tehdä, sillä laajojen projektitoimitusten hinnan jakautuminen palveluiden ja lisenssien välille ei ole aina selkeästi määritettävissä eikä tällä jaolla ole välttämättä asiakkaalle mitään merkitystä. Comptelin liiketoiminta edellyttää kilpailukykyisen teknologian lisäksi myös vahvaa palveluosaamista. Yhtiöllä tulee olla vahva kyvykkyys toimittaa ja integroida sen ohjelmistoja asiakkaan järjestelmiin joko itse tai kumppanin avulla. Lisäksi yhtiön tulee pystyä vastamaan myös toimitettujen järjestelmien ylläpidosta, minkä takia jatkuvat palvelut ovat myös oleellinen osa liiketoimintaa.

Comptel tekee strategista yhteistyötä monien teknologiapartnereiden kuten verkkotoimittajien kanssa. Lisäksi nämä kumppanit voivat myös toimittaa yhtiön ratkaisuja loppuasiakkaalle. Kumppanuuksilla varmistetaan, että yhtiön ratkaisut toimivat kaikissa eri verkko- ja ohjelmistoympäristöissä.

Tyypillisessä projektissa yhtiö myy lisenssin, toimituspalvelun ja ylläpitopalvelun. Normaali projektit ovat kestoltaan muutamasta kuukaudesta yhteen vuoteen riippuen tuotteesta ja laajuudesta. Fulfillment-tuotteessa projektit ovat laajempia ja pitkäkestoisempia. Ohjelmistolisenssit laskutetaan tyypillisesti projektin alussa ja toteutusprojektia laskutetaan sen etenemisen perusteella määräytyvien etappien mukaan. Toteutusprojektissa suurin osa kaupasta eräännyy laskutettavaksi usein vasta projektin valmistuttua. Ohjelmiston toimituksen jälkeen alkaa tyypillisesti usean vuoden kestoisen ylläpitosopimus. Nämä ylläpitosopimukset ovat yhtiölle hyvin kannattavaa liiketoimintaa. Comptelin tuotteiden ja ratkaisujen hinnoittelu voi perustua operaattorin asiakasmäärään, verkon dataliikenteen volyymiin, käytettävien palveluiden määrään tai näiden yhdistelmään.

Comptel tarjoaa tuotteidensa ohella myös konsultointia ja jatkuvia Managed Services -palveluita. Konsultoinnissa yhtiö keskittyy korkean lisäarvon konsultointiin, jolla on synergioita tuoteliiiketoiminnan kanssa. Service Orchestration -yksikössä yhtiö on viimeisen vuoden aikana panostanut erityisesti oman palveluorganisaation toimituskyvykkyuden kasvattamiseen. Managed Services -sopimuksia yhtiö tekee valikoivasti tapauksissa, joissa yhtiöllä on vahva oma tiimi, jonka asiakas haluaa ostaa.

Laajoissa verkkojen ylläpidon Managed Services -sopimuksissa Comptelin ei kannata lähteä kilpailemaan verkkolaitetoimittajien ja suurten IT-palvelutalojen kanssa.

FWD-tuotteen osalta Comptelin liiketoimintamalli on mielenkiintoinen avaus kohti SaaS-pohjaista liiketoimintamallia. Tuotteen liikevaihto perustuu hyvin pitkälti niin sanottuun kanavakomissioon, missä Comptel saa operaattorilta osuuden tuotteen läpi menevästä myynnistä. Tämä tekee ratkaisusta hyvin skaalautuvan Comptelille. Kyseessä on täysin pilvipohjainen palvelu.

## Comptelin historia

Vuonna 1986 perustettu Comptel on alun perin Elisän laskutusjärjestelmistä vastannut yksikkö. Elisa irtautui Comptelistä vuonna 1999 listaamalla yhtiön pörssiin ja myöhemmin vuonna 2005 Elisa irtautui määräysvallasta myymällä merkittävän osan omistuksistaan. Nykyään Elisän omistus yhtiöstä on 13 %, eikä omistus ole Elisalle millään tasolla strateginen.

Comptelin liiketoiminta oli teknokuplasta toipumisen jälkeen erittäin kannattavaa 2000-luvulla. Yhtiö oli saavuttanut hyvän aseman mediointi- ja provisiointiratkaisujen kasvavalla markkinalla ja liiketoiminta oli erittäin kannattavaa. Yhtiön liikevoitto-% liikkui 13-24 % välillä vuosina 2004-2008. Vuonna 2005 yhtiö osti norjalaisen EDB Telecomin verkkotietojärjestelmäliiketoiminnan ja vuonna 2008 brittiläisen Axiom Systems -ohjelmistoyhtiön.

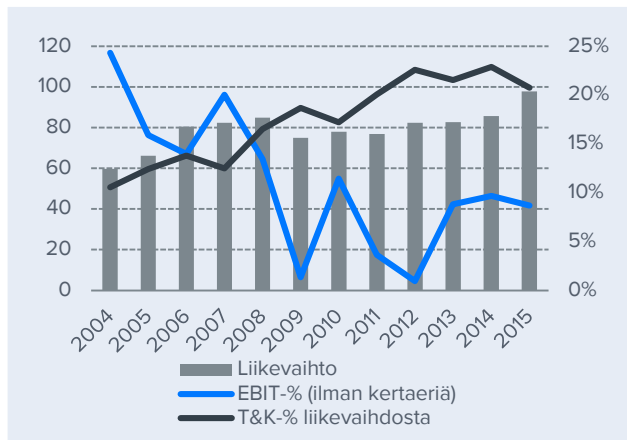
2010-luvulle tultaessa Comptelissa ymmärrettiin, että yhtiöllä on takanaan hieno historia, mutta liiketoiminnan perusta oli luotava uudelleen. Finanssikriisi oli jäädyttänyt operaattoreiden investoinnit hetkellisesti, mutta Comptelin liiketoiminta ei ollut toipunut kriisistä markkinan mukana. Yhtiössä ei oltu myöskään panostettu riittävästi tuotekehitykseen ja liiketoiminta rakentui edelleen pitkälti vanhojen provisiointi- ja mediointiratkaisujen varaan. Näissä tuotealueissa kasvunäkymät olivat heikentyneissä. Comptel ei ollut voittanut uusia asiakkaita, se ei ollut tuonut uusia tuotteita markkinoille ja sen henkilöstön motivaatio oli matala.

Comptelin muutos käynnistettiin vuonna 2011 aloittaen toimitusjohtajavaihdoksella. Yhtiön toimitusjohtajaksi palkattiin Nokia Siemens Networks -liiketoimintaa johtanut Juhani Hintikka. Tämän jälkeen viimeisen viiden vuoden aikana yhtiössä on uusittu lähes koko johtoryhmä, lähes puolet henkilöstöstä on vaihtunut, markkinointia on terävöitetty ja tuoteportfolio on laitettu uuteen iskukuntoon. Lisäksi vanhoista asiakasräätelöityjen palveluiden liiketoiminnoista on luovuttu. Viime vuodet ovat olleet yhtiölle käytännössä perustan rakentamista ja tulevan kasvun siementen kylvämistä. Erityisesti panostus uusiin tuotteisiin on näkynyt yhtiön tuotekehitysmenojen selkeänä kasvuna. Tämän johdosta yhtiön kasvu- ja tuloskehitys olivat usean vuoden ajan vaatimattomalla tasolla, kunnes selkeä



käänte kasvuun käynnistyi vuoden 2014 lopulla. Yhtiön nykyisten tuotealueiden kasvunäkymät ovat hyvät ja yhtiö toimii selvästi kasvavilla markkinoilla.

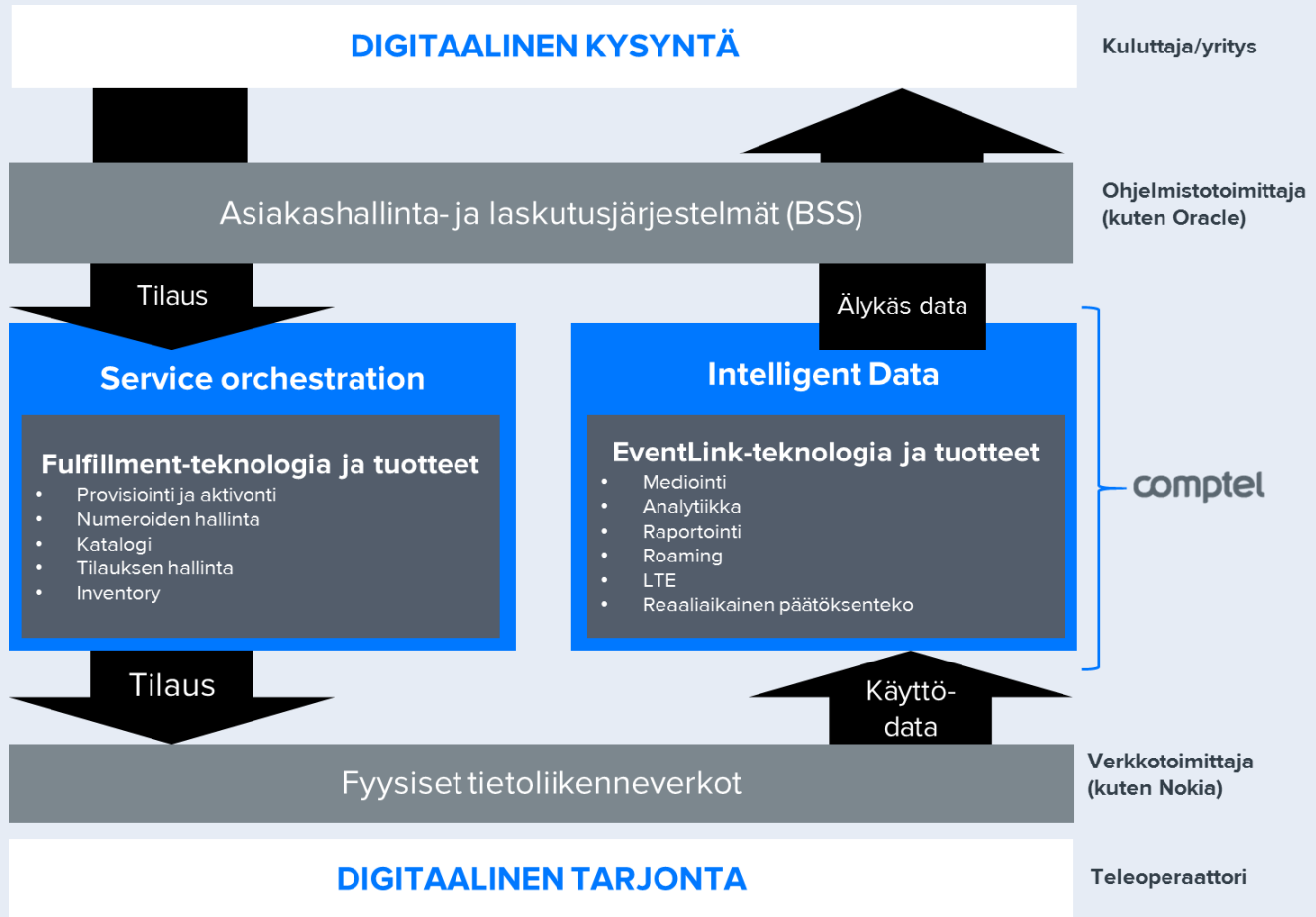
### Comptelin kehitys 2004-2015



Lähde: Comptel

# Comptelin liiketoiminta

## Comptelin tuotteiden rooli operaattorin liiketoiminnassa



Lähde: Inderes

## Comptelin muutosprosessi

### Vanha Comptel

- Yksittäisiä niche-tuotteita
  - Provisiointi
  - Mediointi
  - Inventory
- Räätelöityjä palveluita
- Hiipuvat/hitaasti kasvavat markkinat
- Vahva ja laaja asiakaskunta



### Nykyinen Comptel

- Kaksi laajaa liiketoiminta-aluetta
  - Service Orchestration
  - Intelligent data
- Molemmat yksiköt todistetusti kilpailukykyisiä
- Kasvavat markkinat
- Innovatiivinen uusi SaaS-pohjainen tuote FWD
- Vahva ja laaja asiakaskunta

Lähde: Inderes

# Toimiala ja kilpailukenttä

Comptel on arvioinut sille relevanttien markkinoiden olevan kooltaan noin 9 miljardia dollaria ja markkinan kasvavan noin 7-8 %:n vuosivauhtia. Osa markkinoista on saavuttanut melko kypsän vaiheen (kuten laskutusdatan mediointi ja SIM-provisiointi), mutta uusilla tuotealueilla (Fulfillment, Policy Control, analytiikka) kasvu on nopeaa. Pienenä toimijana Comptelin on löydettävä kilpailuetu selkeästi erottuvilla ja teknologisesti edistyksellisillä ratkaisuille sekä ajatusjohtajan asemaan pyrkimällä. Kilpailussa erottumisessa keskeisessä roolissa ovat yhtiön tuotteisiin integroidut uudet ratkaisut (kuten analytiikka), vahva asema Fulfillment-markkinalla sekä innovatiivinen digitaalisen myyntikanavan ratkaisu (FWD). Tulevaisuudessa verkkotoimintojen virtualisoituminen ja operaattorin tukijärjestelmien siirtyminen pilveen tulevat olemaan tärkeitä kasvuajureita ja kilpailutekijöitä. Operaattoreiden ohjelmistomarkkina on erittäin fragmentoitunut ja markkina konsolidoituu jatkuvasti suurten ohjelmistoyhtiöiden sekä verkkolaittevalmistajien ostaessa erikoistuneita OSS/BSS-toimijoita. Pidämme Comptelia tai jotain sen osaa potentiaalisena ostokohteena keskipitkällä aikavälillä.

## Operaattoreiden ohjelmistomarkkina

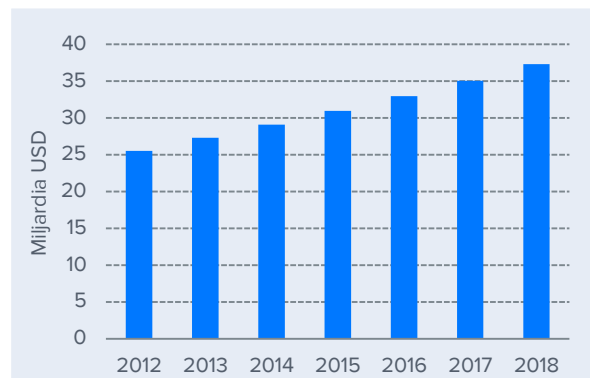
Comptel toimii operaattoreiden tukiohjelmistojen markkinassa eli niin sanotussa OSS/BSS-markkinassa (Operations Support Systems, Business Support Systems). Rajanveto OSS- ja BSS-järjestelmien välillä on nykyään hämärää, mutta OSS käsittää pääasiassa liiketoiminnan tukiohjelmistot, kun taas BSS käsittää laajemmat veloitus- ja asiakkuudenhallintajärjestelmät. Markkina on hyvin fragmentoitunut ja siellä toimivat operaattoreiden sisäiset IT-osastot, suuret globaalit verkkoyhtiöt, globaalit järjestelmäintegraattorit ja IT-palvelutalot, globaalit ohjelmistoyhtiöt sekä lukuisat pienet ja paikalliset toimijat. Operaattoreiden IT-järjestelmien ja palveluiden kokonaismarkkinaa tarkasteltaessa merkittävimpiä toimijoita ovat Ericsson, Accenture, IBM, Huawei ja Amdocs.

Operaattoreiden ohjelmistomarkkina oli kooltaan noin 29 miljardia dollaria vuonna 2014 ja se kasvoi 6,6 % (Analysys Mason). Suurimpia toimijoita operaattoreiden ohjelmistomarkkinalla ovat Amdocs, Ericsson, Huawei, Alcatel Lucent ja Oracle. Markkinan kasvu on 2010-luvulla ollut terveellä, noin 5-7 %:n tasolla. Eri markkinatutkimusyhtiöiden arviot markkinan tulevasta kasvunopeudesta liikkuvat 5-10 % tasolla vuosille 2014-2019. Ericsson on arvioinut tämän markkinan kasvavan 5-7 % vuosivauhtia vuosina 2014-2018 (sisältäen palvelut). Markkinan pitkän aikavälin kysyntäfundamentit ovat mielestämme siten suotuisat ja markkinan imua tukee tietoliikenneverkkojen älykkyyden ja arvon siirtyessä pitkällä aikavälillä laitteistoista ohjelmistoihin.

Pitkällä aikavälillä markkinan keskeinen makrotason ajuri on operaattoreiden liikevaihdon ja sitä kautta niiden investointien kehitys. Operaattoreiden investoinnit saattavat kulkea melko voimakkaissa sykleissä riippuen markkina-

alueista tai yksittäisistä maista, minkä takia operaattoreita palvelevilla ohjelmistoyhtiöllä globaali läsnäolo antaa tärkeää suojaa syklisyydeltä. Comptelin liiketoiminta on melko hyvin hajautettua makrotason riskien näkökulmasta, sillä yhtiö toimii globaalisti useilla markkina-alueilla.

## Operaattoreiden ohjelmistomarkkina



Lähde: Analysys Mason

Comptelin oma arvio sille relevanttien markkinoiden koosta on 9 miljardia dollaria ja kasvusta on 7-8 %. Osa Comptelin tuotealueista kasvaa muuta markkinaa nopeammin (Policy Control, Fulfillment), kun taas esimerkiksi mediaatioissa ja provisioinnissa markkinan kasvu on hitaampaa.

Operaattoreiden investointeja tarkasteltaessa markkina voidaan jakaa ohjelmistoihin, palveluihin ja verkkolaitteisiin. Verkkolaitteiden osalta markkinaa voidaan pitää jo hyvin standardoituneena sekä vakiintuneena ja markkina on jo pitkälti keskittynyt muutamien toimijoiden käsiin, koska jatkuvasta hintaeroosiosta kärsivissä laitteissa suuret volyymit ovat tärkeä kilpailuetu. Näiden fyysisten tietoliikenneverkkojen operoimiseen vaadittujen ohjelmistojen osalta markkina ei kuitenkaan ole vielä standardoitunut ja kilpailukenttä on hajanainen. Koska verkkojen älykkyyden siirtyminen tulevaisuudessa laitteistoista

ohjelmistoihin, tullaan myös mielenkiintoisimmat innovaatiot todennäköisesti näkemään ohjelmistopuolella.

Tulevaisuuden virtualisoiduissa tietoliikenneverkoissa perustuu suuri osa tietoliikenneverkon toiminnoista ohjelmistoihin, joita pystytään ajamaan edullisilla standardeilla kaupallisilla laitteilla pilviympäristössä. Verkkomarkkinan muutos kohti täysin ohjelmistoihin ja palveluihin perustuvaa liiketoimintaa näkyy esimerkiksi Ericssonin strategiassa. Myös Nokian toimitusjohtaja Rajeev Suri on todennut, että pitkällä aikavälillä yhtiön liiketoimintamalli tulee perustumaan kokonaisuudessaan ohjelmistoihin ja palveluihin. Kilpailu verkkojen ohjelmistopuolella tulee olemaan kireää useiden eri toimijoiden panostaessa tälle alueelle, mutta samalla alalle tulon kynnykset ovat korkeita haastavan asiakaskunnan sekä teknologian kompleksisuuden takia.

## Markkinan kasvuajurit

Operaattoreiden liiketoiminnassa nykyään kohtaamat yleisimmät haasteet edellyttävät suuria muutoksia niiden IT-järjestelmiltä. Näitä haasteita ovat esimerkiksi OTT-toimijoiden tuoma kilpailu (Over the top -palvelut kuten Netflix), käyttäjäkohtaisen liikevaihdon (ARPU) lasku, kasvavan dataliikenteen ansainta ja hallitseminen, kohoavat kustannukset ja verkkoinfrastruktuurin kompleksisuus. Perinteinen operaattoriliiketoiminta on ollut melko hyvin uudelta kilpailulta suojattua ja hyvää vakaata kassavirtaa tuottavaa liiketoimintaa, mutta tämä asetelma on vähitellen murtumassa, mikä pakottaa operaattoreita miettimään niiden ansaintalogiikkaa uudestaan.

OSS/BSS-järjestelmien tavoitteena on parantaa operaattorin liiketoiminnan tehokkuutta, joustavuutta ja asiakaspalvelua, jotta operaattorit pystyvät vastamaan niiden kohtaamiin haasteisiin. Kun aiemmin operaattoreiden palvelupaketit käsittivät lähinnä puheeseen ja tekstiviesteihin liittyviä paketteja, on esimerkiksi nykyään operaattoreiden kyettävä joustavasti ja nopeasti paketoimaan useita niiden omia palveluita sekä kolmansien osapuolten palveluita samaan liittymäpakettiin. Kuluttajamarkkinassa operaattoreiden haasteena on kyetä toimittamaan uusia palveluita riittävän nopeasti ilman useita kuukausia kestäviä kalliita IT-projekteja. Yritysmarkkinassa haasteena on taas verkkojen kompleksisuuden hallinta. Nämä haasteet asettavat täysin uusia vaatimuksia operaattoreiden IT-järjestelmille.

Etenkin kehittyneillä markkinoilla operaattoreiden IT-järjestelmien markkinaa leimaa muiden haasteiden lisäksi useiden vanhojen järjestelmien päällekkäisyys sekä IT-infrastruktuurin paisuminen liian kömpelöksi. Tämän takia operaattoreiden on pystyttävä irtautumaan vanhoista järjestelmistään ja siirryttävä nykyaikaisiin järjestelmiin pysyäkseen kilpailukykyisinä, mikä tarkoittaa usein jopa satojen miljoonien IT-transformaatioprojekteja. Nämä transformaatioprojektit ovat ajaneet Comptelin kasvua

erityisesti Service Orchestration -liiketoiminnassa. Uusia järjestelmiä tarvitaan, jotta esimerkiksi rajusti kasvava dataliikenne pystytään muuttamaan liikevaihdoksi ja uusia palveluita pystytään tuomaan nopeammin markkinoille. Operaattoreiden investointikykyä samaan aikaan kuitenkin rajoittavat niiden kohtaamat kasvuhaasteet kypsillä markkinoilla.

Kehittyvillä markkinoilla operaattoreiden keskeinen haaste on rakentaa verkon ja räjähdysmäisesti kasvavan dataliikenteen päälle ansainta valtavasta käyttäjämäärästä, jonka ARPU ja maksukyky on hyvin pieni. Tämä lisää kysyntää ketterille, älykkäille ja tehokkaille ohjelmistoille. Comptelin FWD on erityisen mielenkiintoinen innovaatio tästä näkökulmasta, sillä se mahdollistaa kehittyvien maiden operaattoreiden dataliittymien myynnin pienissä paketeissa mikromaksuilla, mikä tuo dataliittymät ensimmäistä kertaa köyhimpien kuluttajien ulottuville. Läsnäolo kehittyvillä markkinoilla on pitkällä aikavälillä tärkeää myös Comptelille, sillä näiden alueiden operaattorit kasvavat nopeammin.

Useilla markkinoilla operaattoreiden suhteet niiden järjestelmä- ja ohjelmistotoimittajiin ovat hyvin vakiintuneita, mikä nostaa alalle tulon kynnystä uusille toimijoille. Comptel on toimittanut ohjelmistoja yli 290 operaattorille, joten yhtiön laajaa asiakaskuntaa voidaan pitää yhtenä keskeisenä vahvuutena pienestä koosta huolimatta.

## Comptelin markkinasegmentit

### Mediointi (Intelligent Data)

Mediointi-ohjelmisto kerää sadoista eri verkkoelementeistä ja verkkorajapinnoista asiakkaan käyttötietoja. Nämä tiedot medioidaan eli muutetaan sellaiseen muotoon, jossa ne voidaan syöttää operaattorin laskutusjärjestelmään. Markkina on arvoltaan noin miljardin kokoluokassa ja se on hyvin etabloitunut. Mediointi kokonaisuutena ei ole hiipuva markkina, mutta sen kasvu on hidasta.

Mediointimarkkinan kasvua ajaa operaattoreiden tarve yhtenäistää niiden järjestelmiä, eli operaattorit tekevät transformaatiohankkeita, joissa useista vanhoista järjestelmistä siirrytään yhtenäiseen mediointiohjelmistoon. Tämä johtaa siihen, että pienimmät toimijat tulevat todennäköisesti edelleen karsiutumaan mediointiohjelmistojen markkinoilta. Lisäksi markkinan kasvua ajaa operaattoreiden tarve kerätä verkosta entistä laajemmin tietoa (kuten verkkoon kytkettyjen laitteiden välittämä tieto), jonka päälle pystytään rakentamaan uusia lisäarvopalveluita.

Mediointimarkkina konsolidoitui voimakkaasti 2000-luvulla, mutta markkinalla on vielä jonkin verran pieniä toimijoita, jotka ovat mahdollisia konsolidaation kohteita.

Mediointiohjelmistojen markkinan suurimpia toimijoita ovat NEC, Huawei ja Ericsson. Comptel on medioinnissa markkinan viiden suurimman toimijan joukossa (alle 10 % markkinaosuudella) ja tämä on yhtiölle erittäin kannattava liiketoiminta. Comptel pyrkii parantamaan kilpailuetuaan ja kasvattamaan näiden ratkaisujen myyntiä erityisesti integroidun analytiikan avulla.

## Policy Control (Intelligent Data)

Policy Control -järjestelmä huolehtii eri säännöistä operaattorin verkossa. Tämäkin ohjelmisto on operaattorille kriittinen verkon ansainnan näkökulmasta.

Policy Control -markkinan kasvu on voimakasta operaattoreiden siirtyessä puheen ja tekstiviestin jälkeiseen aikakauteen, jossa niiden on pystyttävä rakentamaan ansainta nopeasti kasvavalle dataliikenteelle.

Operaattoreiden on kyettävä paketoimaan useita eri palveluita erilaisilla käyttäjille räätälöidyillä säännöillä. Siten Policy Control -ohjelmistojen käyttökohteet kasvavat nopeaa vauhtia. Markkinan arvioidaan eri tutkimuslaitosten arvioiden perusteella kasvavan yli 20 % vuosivauhtia (Heavy Reading, ABI Research, Analys Mason) ja saavuttavan 2-3 miljardin dollarin koon vuonna 2017. Arviot markkinan koosta vaihtelevat huomattavasti.

Comptel on Policy Control -markkinassa käsityksemme mukaan haastajan asemassa ja näiden tuotteiden osuus yhtiön liikevaihdosta on pieni. Markkina on ollut etabloituneiden toimijoiden käsissä ja uusien toimijoiden tulo markkinalla on vaikeaa, minkä johdosta Comptelin on pitänyt kehittää tälle markkinalle selkeästi erottuva tuote. Uudessa tuotteessa (Monetizer) erottavaa on Comptelin laitteistoista irrallinen, puhtaasti ohjelmistoihin perustuva lähestymistapa. Monetizer-ohjelmistoa ollaan käsityksemme mukaan myyty vasta ensimmäisille operaattoreille ja sen liikevaihdollinen merkitys on vielä Comptelille pientä.

## Analytiikka (Intelligent Data)

Analytiikan hyödyntäminen operaattoriliiketoiminnassa on kuuma alue. Operaattorit tarvitsevat analytiikkaa pystyäkseen optimoimaan verkkojen ansaintaa ja asiakaspalvelua. Operaattoreiden analytiikkamarkkinalle pyrkii satoja uusia start-up -yrityksiä ja suuret toimijat ostavat jatkuvasti pienempiä toimijoita vahvistaakseen teknologioitaan analytiikan alueella (sivu 15). Markkina siis hakee voimakkaasti muotoaan tällä hetkellä, kilpailu on kireää ja yrityskauppoja tapahtuu jatkuvasti.

Telecom-sektorin analytiikkaohjelmistojen markkina on kooltaan noin miljardi dollaria ja markkinan arvioidaan kasvavan noin 35 %:n vuosivauhtia lähivuosina

(Markets&Markets). Markkina on erittäin laaja ja vaikeasti määriteltävissä, minkä takia emme pidä itse markkinan absoluuttista kokoa Comptelin kannalta oleellisena. Comptelilla analytiikka perustuu erityisesti yhtiön muihin tuotteisiin integroituun analytiikkaan ja älykkyyteen.

Omana erillisenä tuotteena (Comptel Social Links) analytiikka ei ole merkittävä liiketoiminta Comptelille. Yhtiön ratkaisuihin integroituna analytiikka mahdollistaa esimerkiksi operaattorin käyttäjien tai verkossa olevien tapahtumien ennustamisen, koneoppimisen (machine learning) sekä automatisoidut reagoinnit analytiikan pohjalta.

## Service Fulfillment -markkina (Service Orchestration)

Fulfillment-järjestelmäkokonaisuus (toimitusprosessiratkaisu) vastaa siitä, että operaattorin asiakkaan tekemä tilaus aktivoidaan oikein verkkoon ja asiakas saa käyttöönsä oikeat palvelut. Fulfillment-järjestelmä katsoo mitä tarvittavia verkkoresursseja operaattorilla on käytettävissä ja käy aktivoimassa kyseisen palvelun itse verkkoon.

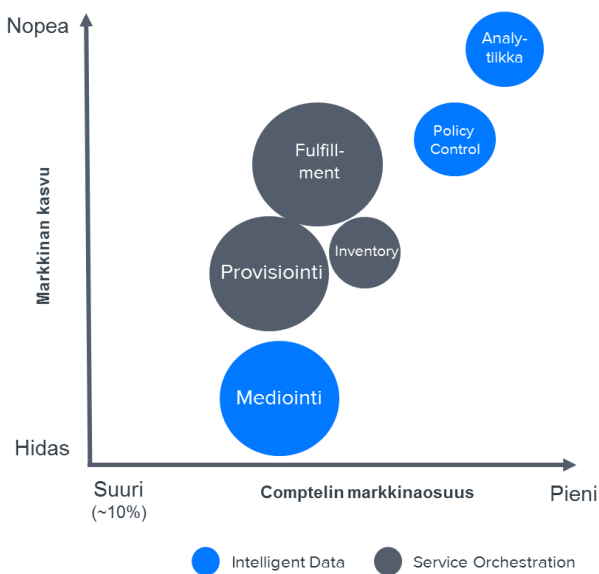
Monilla kiinteän verkon operaattoreilla uuden asiakkaan tilauksen aktivointi vaatii paljon manuaalista back office -työtä ja se on hidasta. Operaattoreiden palveluiden määrän ja kompleksisuuden kasvaessa tulee näiden prosessien manuaalisesta hallinnasta erittäin vaikeaa. Fulfillment-järjestelmä automatisoi näitä prosesseja, mikä ajaa markkinan kasvua. Lisäksi operaattoreiden on nykyään kyettävä tuomaan uusia palveluita ja tuotepaketteja nopeasti markkinoille, mikä voi vanhoilla järjestelmillä olla useita kuukausia kestävä ja kallis projekti. Operaattoreiden suuret transformaatiohankkeet uusiin järjestelmiin ovat piristäneet fulfillment-ratkaisujen kysyntää viime vuosina. Tarve palveluiden joustavaan ja nopeaan paketointiin lisää myös kysyntää nykyaikaisille fulfillment-ratkaisuille. Fulfillment-markkina on kooltaan noin 3,5 miljardia dollaria ja sen arvioidaan kasvavan noin 10 %:n vuosivauhtia 5,6 miljardiin dollariin vuonna 2019 (Markets&Markets). Suurin toimija markkinalla on Ericsson reilun 11 %:n markkinaosuudella (2013). Markkina on melko fragmentoitunut viiden suurimman toimijan vastatessa puolta markkinasta, mutta se tulee todennäköisesti konsolidoitumaan.

Comptel myi vuonna 2011 kiinteän verkon fulfillment-ratkaisuihin liittyvän Axiom-ohjelmistonsa Ciscolle. Kyseinen ohjelmisto oli peruja vuonna 2008 tehdystä Axiom-yrityskaupasta. Teknologian myynnin jälkeen yhtiö on itse kehittänyt uuden teknologia-alustan fulfillment-alueelle sekä kiinteään että mobiiliverkkoon. Viime vuosien aikana kehitetyt uudet fulfillment-ratkaisut ovat keskeisessä roolissa Comptelin strategiassa. Fulfillment-järjestelmätoimitukset ovat suuria, tyypillisesti useiden miljoonien arvoisia projektitoimituksia.

**Provisiointi-ohjelmistot** ovat fulfillment-markkinan alamarkkina, joka on kooltaan noin puoli miljardia dollaria. Markkinan kasvua tukee verkkoon kytkeytyvien laitteiden määrän räjähdysmäinen kasvu IoT-megatrendin myötä. Provisiointia tarvitaan, jotta näiden laitteiden tarvitsemat tietoliikennepalvelut saadaan aktivoitua verkkoon.

Provisiointi on mediaation ohella Comptelin yksi Comptelin historiallista syömähampaista ja yhtiöllä on vahva asema tässä markkinassa. Markkinaa johtaa Oracle ja Comptel kuuluu johtavien toimijoiden joukkoon. Mediaation tavoin provisiointimarkkina on erittäin kaluttu ja toimittajien asemat vakiintuneita.

## Comptelin asema ja kasvu eri tuotealueilla



Lähde: Inderes

## Kilpailukenttä

Pitkään kestävien kilpailuetujen saavuttaminen operaattoreiden ohjelmistomarkkinassa on näkemyksemme mukaan vaikeaa, koska markkina elää jatkuvasti uusien teknologioiden ja operaattoreiden nopeasti muuttuvan liiketoiminnan mukana. Tämä edellyttää toimijoilta kilpailukykyistä tuotekehitystä ja kykyä ennakoita operaattoreiden liiketoiminnan tulevia haasteita. Operaattoreiden ohjelmistomarkkinassa etabloituneita toimijoita uudelta kilpailulta kuitenkin suojaavat muun muassa lujat asiakassuhteet, operaattoreiden korkea kynnys vaihtaa toimittajia sekä vakiintuneet kumppanuussuhteet järjestelmäintegraattoreiden (System Integrator, SI) ja ohjelmistotoimittajien välillä.

Oman haasteensa operaattoreita palvelemaan ohjelmistomarkkinan tuo myös se, että operaattoreilla on

pitkät perinteet toimittajien käytöstä pankkina. Siten liiketoiminta tyypillisesti sitoo paljon käyttöpääomaa pitkien maksuaikojen takia ja heikolla taseella on vaikea pärjätä markkinassa. Tämä vallan epätasapaino osaltaan kiihdyttää markkinan konsolidaatiota ja keskittymistä pitkässä juoksussa suurimpien toimijoiden käsiin. Operaattorit ovat siis hyvin vaikeita ja haastavia asiakkaita, mikä vaikeuttaa myös uusien, potentiaalisesti disruptiivisten start-up -yritysten tuloa markkinoille.

Comptelin pitkän aikavälin kilpailukenttää tarkasteltaessa on havaittavissa seuraavia pitkän aikavälin trendejä:

- Perinteisesti myös operaattoreiden sisäinen IT-kehitys on kilpaillut kaupallisia ratkaisuja vastaan. Operaattoreiden sisäisen IT-kehityksen osuus on kuitenkin laskutrendissä operaattoreiden siirtyessä valmiisiin kaupallisiin, nopeasti toimitettaviin ratkaisuihin. Vaikka operaattoreiden IT-investoinnit kokonaisuutena pysyisivät vakiona, tulee kaupallisen markkinan koko siis kasvamaan. Esimerkiksi operaattoreiden IT-palvelumarkkinasta vuonna 2010 62 % oli sisäistä IT-kehitystä, kun vuonna 2017 tämän osuuden arvioidaan olevan enää 53 % (Ericsson). Joillain Comptelin tuotealueilla tai markkinoilla (mediaatio) tämä siirtymä on jo pitkälti tapahtunut.
- Vaikka pienillä, innovatiivisilla ja ketterillä toimijoilla tulee olemaan aina kysyntää, operaattoreiden ohjelmistomarkkina tulee vähitellen etenkin konsolidaation kautta keskittymään suurten etabloituneiden toimijoiden käsiin. Vuonna 2010 markkinan kuusi suurinta toimijaa vastasivat 47 % markkinasta, mutta niiden osuus vuonna 2013 oli jo 51 % (Analysys Mason). Markkina on edelleen hyvin fragmentoitunut ja suurimmalla toimijalla Ericssonilla on vain noin 12 % markkinaosuus.
- Verkkojen virtualisoituminen (Network Functions Virtualization (NFV)) on yksi kuumimpia puheenaiheita alalla tällä hetkellä. Operaattorit tekevät ensimmäisiä hankkeitaan virtualisointiin liittyen, mutta laajamittainen NFV-toimintojen implementointi on vielä muutaman vuoden päässä. Markkinatutkimusyhtiö Heavy Readingin mukaan operaattorit näkevät virtualisoinnin kriittisenä, jotta ne pystyvät tarjoamaan seuraavan sukupolven sovelluksia kuten kuskittomat autot, IoT ja 5G. Comptelilla uusi FlowOneV -ratkaisu on virtualisoituun verkkoympäristöön kehitetty Fulfillment-ratkaisu. Pitkällä aikavälillä virtualisointikehitys voi muuttaa oleellisesti verkkomarkkinoiden kilpailudynamiikkaa synnyttämällä uutta kilpailua sekä murtamalla vakiintuneiden toimijoiden ansaintamalleja erityisesti verkkolaitteissa.

## Kilpailijaryhmät

Operaattoreiden ohjelmistomarkkina voidaan jakaa karkeasti kolmeen ryhmään: verkkoinfrastruktuurin toimittajat, telecom-segmenttiin erikoistuneet toimijat (kuten Comptel) sekä globaalit ohjelmistojätit. Lisäksi operaattoreiden omat sisäiset IT-osastot ovat epäsuora kilpailija kaupallisten ratkaisujen toimittajille. Toimialan arvoketjun eri osissa sijaitsevista toimijoista (esim. ohjelmistotoimittajat ja järjestelmäintegraattorit) koostuu myös ”kumppaniekosysteemejä”, jolloin yksittäisen toimijan tarkastelu kilpailukentässä voi antaa liian suppean kuvan. Comptelin kaltaisille pienille ohjelmistotoimittajille kumppanuudet suurten järjestelmäintegraattoreiden kanssa ovat tärkeitä, jotta yhtiö pystyy kilpailemaan myös niistä suurista projekteista, joihin yhtiön omalla organisaatiolla ei ole riittävää toimituskyvykkyyttä.

Comptelin keskeisimpiä kilpailijoita ovat muun muassa Ericsson, Oracle, Amdocs ja NEC NetCracker. Näistä kilpailijoista Ericsson toimii lähes kaikilla OSS/BSS-markkinan tuotealueilla ja sen tuotetarjonta on markkinan kattavin (Analysys Mason). Lisäksi Ericssonilla on vahvat resurssit konsultoinnissa ja järjestelmäintegraatiossa. Suuri osa Ericssonin OSS-portfoliosta perustuu yhtiön viime vuosien aikana tekemiin yritysostoihin.

Verkkoinfrastruktuurin toimittajien osalta tilanne on osittain kaksijakoinen. Nokia divestoi BSS-liiketoimintansa vuonna 2013 myymällä sen Redkneelle. Alcatel-Lucent -yrityskaupan jälkeen Nokialla on kuitenkin jälleen merkittävää liiketoimintaa tällä alueella ja Nokia on kertonut tavoittelevansa laajentumista erityisesti analytiikan ja Service Orchestrationin -alueille, missä myös Comptel toimii. Arviomme mukaan Nokia voisi olla kiinnostunut Comptelin teknologioista. Myös Huawei panostaa tällä hetkellä voimakkaasti OSS/BSS-alueelle pääasiassa oman tuotekehityksen kautta. Huaweiin aggressiivinen kilpailu on osaltaan todennäköisesti jo useiden vuosien ajan painanut myös ohjelmistopuolella hintatasoa. Ericssonin kilpailu on taas näkynyt erityisesti yrityskauppojen muodossa ja yhtiö pyrkii selvästi saavuttamaan ”one stop shop” -asemaa operaattoreiden silmissä. Verkkotoimittajille OSS/BSS-ratkaisut eivät usein ole niiden ydinliiketoimintaa, mikä voi heikentää niiden asemaa kilpailussa erikoistuneita toimijoita vastaan. Verkkotoimittajien heikkoutena on myös niiden tarve jatkuvasti vakuuttaa asiakkaat siitä, etteivät ne pyri asiakkaan edun vastaisesti suosimaan omia verkkolaitteitaan IT-ratkaisutoimituksissa. Kilpailuetua verkkolaitetoimittajat saavat vahvasta globaalista toimituskyvykkyydestä sekä siitä, että ne pystyvät toimittamaan ohjelmistoja paketoituna osaksi laajoja verkkoprojekteja.

Telecom-sektoriin erikoistuneet IT-talot hakevat kilpailuetua vahvasta toimialafokuksestaan. Lisäksi näillä toimijoilla

ohjelmistot ovat usein riippumattomia käytetystä verkkoteknologiasta, minkä ansiosta operaattori ei joudu lukittumaan tiettyihin verkkolaitteisiin. Näistä toimijoista tärkein kilpailija Comptelille on israelilainen Amdocs. Muita kilpailijoita ovat esimerkiksi CSG International, Redknee, Comverse ja Digital Route. Lisäksi sektorilla on satoja pienempiä erikoistuneita toimijoita. OSS/BSS-markkinan konsolidaatio kohdistuu luonnollisesti näihin erikoistuneisiin toimijoihin. Toisaalta markkinalla on myös tapahtunut luontaista poistumaa heikoimpien pienten toimijoiden osalta.

Globaaleille ohjelmistotaloille telecom-vertikaali on usein tärkeä ja merkittävänä markkina. Näiden toimijoiden halu laajentua telecom-asiakkuuksiin osaltaan lisää konsolidaatiopainetta erikoistuneiden OSS/BSS-toimijoiden keskuudessa. Kilpailuetua ohjelmistojätit saavat esimerkiksi globaalista toimituskyvykkyydestä ja suuren toimijan mittakaavaeduista. Keskeisin kilpailija Comptelille tässä ryhmässä on Oracle, joka on tehnyt paljon yritysostoja myös telecom-vertikaalissa.

## Analytiikka: kilpailtu toimialan hot spot

Analytiikka on yksi kuumimpia alueita operaattoreiden ohjelmistoissa. Teleoperaattoreiden tarve analytiikalle on luontainen, sillä niiden verkoissa liikkuu valtava määrä dataa, jonka tehokkaalla prosessoinnilla pystytään luomaan arvoa. Tähän mahdollisuuteen pyrkii pääsemään kiinni suuri määrä start-up -yrityksiä sekä suuria ohjelmistotaloja, minkä takia kilpailukenttä on erittäin hajanainen ja vaikeasti hahmotettavissa. Analytiikka ei sinänsä ole uusi asia operaattoreiden liiketoiminnassa, vaan operaattoreilla on ollut jo vuosia erilaisia kyvykkyyksiä datan prosessoimiseen. Nykyään analytiikkaa ei kuitenkaan enää ajatella datan prosessoinnin pohjalta johdettuna raporttina, vaan sen todellinen lisäarvo syntyy analytiikan pohjalta syntyvistä automatisoiduista toimenpiteistä ja koneoppimisesta.

Analytiikan tarkastelu erillisenä markkinana ei ole Comptelin näkökulmasta relevanttia, sillä yhtiö tarjoaa analytiikkaa enimmäkseen sen omiin tuotteisiin integroituna ratkaisuna. Comptelin mukaan yhtiö tekee analytiikassa ”pioneerityötä”, jossa haasteena on pienen yhtiön kyky tuoda täysin uusi konsepti markkinoille, sillä Comptelia ei perinteisesti tunneta analytiikkayhtiönä.

## FWD-ratkaisulla ei vielä kilpailijaa

Comptelin uusi FWD-ratkaisu on toistaiseksi käsityksemme mukaan luokassaan uniikki markkinoilla. Käsityksemme mukaan alalla on kuitenkin ollut lukuisia yrityksiä rakentaa vastaavia palveluita, mutta teknologian ja laskutusjärjestelmien suuren kompleksisuuden takia siinä ei ole vielä onnistuttu. Operaattoreiden sisäisesti kehittämät omat self-care -sovellukset saattavat pystyä osin tarjoamaan

vastaavan kaltaista palvelua loppukäyttäjälle, mutta niiden kehitys on kallista ja käyttäjäkokemus usein heikko. FWD:n kaltaisia ratkaisuja on kuitenkin varmasti tulossa kilpailijoilta jossain vaiheessa, minkä takia Comptelille on tärkeää saada paalutettua markkinaa mahdollisimman nopeasti.

## Konsolidaatio ja keskeisimmät yrityskaupat

Operaattoreiden ohjelmistomarkkinasta noin puolet on suurten toimijoiden hallitsemaa ja toinen puolikas jakautuu useiden satojen toimijoiden kesken. Toisin kuin verkkolaitteiden markkinassa, on verkkojen ohjelmistomarkkina vielä hyvin standardoimaton ja hajanainen. Markkina on konsolidoitunut läpi 2000-luvun eikä ole mitään syytä, minkä takia konsolidaatio olisi pysähtymässä. Operaattoreiden konsolidoituminen luo myös lisäpainetta niiden toimittajien yhdistymisille.

Yritysostoilla OSS/BSS-markkinalla tavoitellaan usein täydentäviä teknologioita tuoteportfolioon, vahvempaa markkina-asemaa ja vahvempaa toimituskyvykkyyttä.

Yrityskaupoissa OSS/BSS-markkinalla aktiivisin on ollut Ericsson, joka on viimeisen viiden vuoden aikana tehnyt useita yrityskauppoja (ConceptWave, Devoteam, Telcocell, TeleOSS ja Telcordia). Suuri osa Ericssonin OSS-portfoliosta perustuu yhtiön viime vuosien aikana tekemiin yritysostoihin. Muita merkittäviä yrityskauppoja markkinalla ovat tehneet muun muassa Oracle, Redknee, Amdocs, NEC NetCracker, CSG International ja IBM.

Analytiikan houkuttelevat kasvumahdollisuudet ovat myös johtaneet useisiin yrityskauppoihin myös telecom-analytiikassa (sivu 15). Telekommunikaatiosektoriin erikoistuneen neuvonantaja Bois Capitalin Case-tutkimuksessa (5/2014) yhtiön kyselyssä 60:stä telecom-sektorin toimijasta yli 30:llä oli strateginen mandaatti tehdä yritysosto "Telco Big Data analytics" -sektorilta. Comptel nousee sen analytiikkakyvykkyyksien myötä mielestämme entistä potentiaalisemmaksi valtauskohdeksi.

OSS/BSS-markkinalla tehdyissä yrityskaupoissa liikevaihtokertoimet ovat selvityksemme mukaan olleet hieman yli 2x tasolla niissä tapauksissa, joissa kauppahinta ja liikevaihto ovat olleet selvitetävissä. Selkeissä teknologiakaupoissa kertoimet ovat tosin olleet yli 5x tasolla. Analytiikan alueella liikevaihtokerroin yrityskaupoissa on ollut keskimäärin hieman yli 5x. Tämä heijastelee näiden yrityskauppojen olleen luonteeltaan tyypillisesti teknologiakauppoja. Comptelin ostama Xtract oli tästä näkökulmasta edullinen kauppa, sillä yhtiöstä maksettiin alle 1x liikevaihtokerroin.

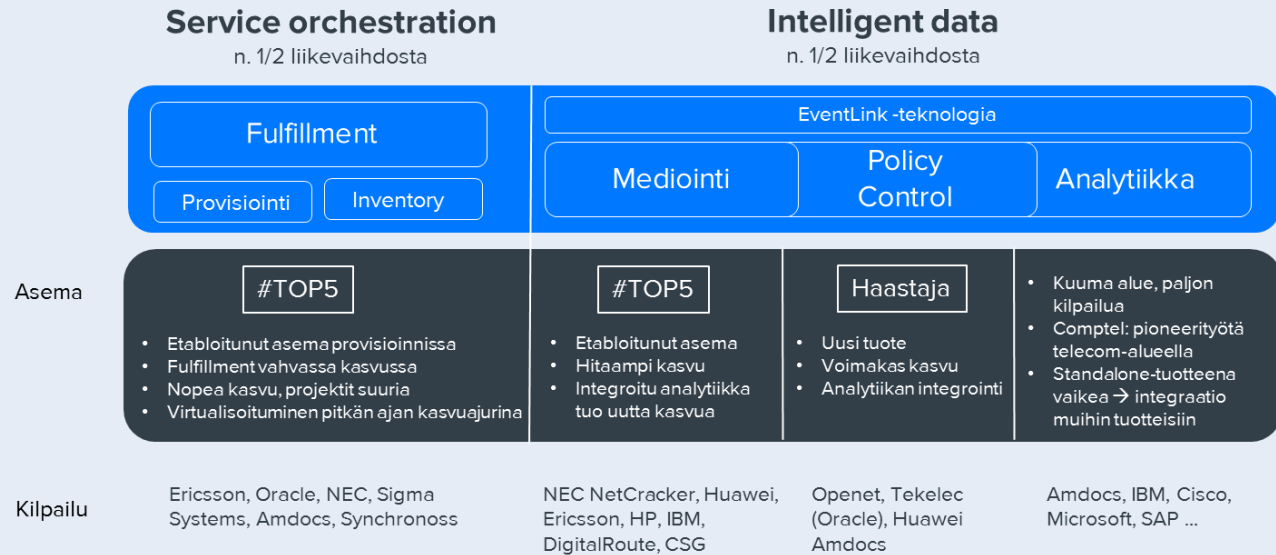
Comptelista potentiaalisen ostokohteen tekevät muun muassa yhtiön laaja asiakaskanta, etabloitunut asema provisiointi- ja mediointiratkaisuissa, yhtiön teknologiat ja tuotteet sekä mahdollinen teknologinen etumatka erityisesti

analytiikkaan ja virtualisointiin liittyvissä teknologioissa. Comptelin nykyinen arvostustaso (EV/Liikevaihto 1,4x) sekä yhtiön omistajarakenne (suurimmat omistajat Mandatum 19%, Elisa 13 %) eivät toimi jarruna yrityskaupalle.



# Markkinat ja kilpailukenttä

## Comtelin liiketoiminta-alueet ja asema



Lähde: Inderes

## Operaattoreiden ohjelmistomarkkinan yrityskauppoja

### Telecom Software

Päivä	Ostaja	Kohde	Kauppahinta (MUSD)	Liikevaihto (MUSD)	P/S
29.4.2015	Amdocs	Comverse BSS-liiketoiminta	272	250	1,1
17.6.2014	Cisco	Tail-F	175	30*	5,8
6.1.2014	Convergys	Stream Global Services	820	984	0,8
29.3.2013	Redknee Solutions Inc.	NSN BSS	52	-	-
22.3.2012	NetCracker	Convergys Information Manager	449	329	1,4
19.3.2012	Thoma Bravo	InfoVista	107	61	1,8
23.2.2012	TEOCO Corp.	Schema	20	15	1,3
14.6.2011	Ericson	Telcordia	1150	740	1,6
24.9.2010	CSG Systems International	Intec	360	272	1,3
1.10.2008	NEC	NetCracker Technology	300	60	5,0

\*Epävirallinen tieto

Lähde: CapitalIQ, Inderes

## Telecom-analytiikkasektorin yrityskauppoja

### Telecom Analytics

Päivä	Ostaja	Kohde	Kauppahinta (MUSD)	Liikevaihto (MUSD)	P/S
18.2.2014	Spirent	Dax Technologies	37	20*	1,9
6.1.2014	Verint Systems	Kana Software	514	37	13,9
1.1.2014	Amdocs	Celcite Management Solutions	141	21	6,7
29.10.2013	Ixia	Net Optics Inc.	190	49	3,9
19.9.2013	Amdocs	Actix	120	52	2,3
20.5.2013	Genesys Telecommunications	SoundBite Communications	77	48	1,6
7.3.2013	JDSU	Arieso	85	8	10,4
11.10.2012	NeuStar Inc.	Targus information company	658	149	4,4
6.9.2012	Spirent	Metrico Wireless	52	7	7,4
11.7.2012	Xerox Corp.	Wireless Data Services	95	23	4,2
2.5.2012	IBM	TeaLeaf Technology Inc.	500	50	10,0
26.1.2012	Comptel Oyj	Xtract Oy	3	3	0,9

\*Epävirallinen tieto

Lähde: CapitalIQ, Inderes

# Strategia

Comptel on toteuttanut viimeisen viiden vuoden aikana merkittävän strategisen muutosprosessin. Yhtiö on myynyt Axioos-ohjelmiston, ostanut analytiikkayhtiö Xtractin, uudistanut johtoryhmän ja suuren osan henkilöstöstä sekä investoinut voimakkaasti uusien tuotteiden kehitykseen. Yhtiössä tapahtunut muutos näkyi aluksi heikkona tuloskehityksenä, mutta viimeisen kahden vuoden aikana strategiset panostukset ovat alkaneet kantaa hedelmää. Näkemyksemme mukaan suurimpien tuotekehityspanostusten aika on takana ja yhtiö tulee jatkamaan kasvurallalla, jolloin myös kannattavuus alkaa vähitellen skaalautua. Skaalautuvuutta rajoittavat kuitenkin panostukset erityisesti myyntiin ja markkinointiin, toimituskyvykkyyden kasvattamiseen sekä FWD-tuotteen ylösajoon. Service Orchestration -yksikön osalta Comptel on edennyt hyvin lupaavasti ja saavuttanut vahvan aseman markkinalla. Virtualisointi toimii tämän yksikön pitkän aikavälin mahdollisuutena ja kasvuajurina. Intelligent Data uusi SoftBlade-tuotestrategia ja erityisesti integroitu analytiikka ja älykkyys toimivat kasvuajureina. FWD-tuote on yksi lupaavimpia mahdollisuuksia Comptelissa, ja ensimmäisiä viitteitä sen potentiaalista tullaan näkemään tämän vuoden aikana. Seuraavan 5 vuoden keskeisiä teemoja Comptelin strategian onnistumisessa tulevat arviomme mukaan olemaan onnistuminen virtualisointiin liittyvissä teknologioissa (Service Orchestration), reaaliaikaisessa analytiikassa ja älykkyudessa (Intelligent Data) sekä FWD-tuotteessa (sisäinen start-up).

## Strategiaprosessi

### 2011-2012: Perustan luominen

Comptelin nykyisen strategian lähtöpisteinä voidaan pitää vuotta 2011, jolloin Juhani Hintikka aloitti yhtiön toimitusjohtajana. Comptel vaihtoi toimitusjohtajaa yhtiön liiketoiminnan kehityksen oltua vaatimatonta vielä pitkään finanssikiriin aiheuttaman pudotuksen jälkeen. Toisaalta yhtiössä nähtiin, että vanhojen provisiointi- ja mediointi-ohjelmistojen varaan perustuva silloinen liiketoiminta oli alkamassa hiipua, eikä yhtiö ollut voittanut juurikaan uusia asiakkuuksia. Yhtiössä oli totuttu erittäin kannattavien vanhojen liiketoimintojen tuomaan rahavirtaan, eikä tulevaisuuden kasvuun panostettu riittävästi esimerkiksi tuomalla markkinoille uusia tuotteita.

Hintikka johti ennen Comptelille siirtymistä Nokia Siemens Networksin maailmanlaajuisia OSS-liiketoimintaa ja hän oli toiminut NSN:llä eri johtotehtävissä vuodesta 1999. Siten Hintikalla oli vahva kokemusta huomattavasti Comptelia suuremman globaalien OSS-liiketoiminnan johtamisesta. Hintikka on toimitusjohtajana käynnistänyt ja toteuttanut yhtiössä lukuisia uudistuksia ja muutostyökaluja.

Alkuun yhtiössä uusittiin nopealla aikataululla lähes koko johtoryhmä. Lisäksi yhtiö uudisti henkilöstöä ja myyntiorganisaatiotaan ja vei myynnin lähemmäksi asiakkaita, mikä alkoi heti tuottaa tulosta voitettujen asiakkaiden muodossa. Vuoden 2011 lopussa yhtiö kertoi myyvänsä Axioos-ohjelmiston Ciscolle 21,3 miljoonan euron kauppahintaan. Divestointi toi yhtiölle pääomia uuden strategian toteutukseen ja mahdollisti noin 10 MEUR lisäosion vuoden 2011 lopussa. Kauppahinta oli

erinomainen, sillä Axioos-ohjelmiston myynti alensi yhtiön liikevaihtoa vuositasona vain noin 3 miljoonaa euroa.

Tammikuussa 2012 Comptel osti 3,1 miljoonalla eurolla analytiikkaan erikoistuneen ohjelmistoyhtiö Xtractin, joka on luonut perustan nykyiselle strategialle analytiikassa. Vuoden 2012 aikana yhtiö toteutti lisäksi kustannussäästöohjelman, jolla osittain liian aggressiivisista kasvurekrytoinneista johtuen liian korkeaksi nousutta kulurakennetta tehostettiin kilpailukykyiseksi. Tämän ansiosta yhtiön kustannusrakenne aleni selvästi vuonna 2013.

Tuotekehityksessä yhtiö panosti erityisesti fulfillment-tuotealueeseen Axioos-ohjelmiston myynnin jälkeen ja uuden sukupolven fulfillment-ohjelmistoalusta julkaistiin Q2'12. Axioos-kaupan jälkeen yhtiöllä ei käytännössä ollut vähään aikaan fulfillment-liiketoimintaa ollenkaan. Lisäksi yhtiössä käynnistettiin panostukset analytiikan yhdistämiseksi muihin ohjelmistoihin Xtract-kaupan jälkeen.

### 2013-2014: Tuoteportfolion vahvistaminen

Vuonna 2013 Comptel sai ensimmäisiä merkittäviä voittoja fulfillment-markkinassa ja jatkoi panostuksia fulfillment-tuotealueeseen. Analytiikan alueella yhtiö sai muutaman merkittävän kaupan erillisestä analytiikkatuotteesta. Tämä kuitenkin osin johti yhtiötä hieman harhaan, sillä erillisen analytiikkatuotteen hyvä alkumenestys hidasti yhtiön panostuksia analytiikan integrointiin yhtiön ydintuotteisiin. Myöhemmin yhtiö kuitenkin palasi alkuperäiseen ajatukseen integroidusta analytiikasta ja lisäsi panostuksia analytiikan integraatioon. Lisäksi yhtiö investoi uuteen tuotteeseen Policy Control -tuotealueella, mutta nämä panostukset eivät vielä toistaiseksi ole kantaneet hedelmää.

Yhtiön mukaan sen asema markkinoilla vahvistui vuonna 2013, vaikka se ei heijastunut vielä vuoden 2013

liikevaihtoon. Osittain Comptelin liikevaihtoa 2012-2014 rasitti se, että yhtiö lopetti pieniä ydinliiketoiminnan ulkopuolelle kuuluvia liiketoimintoja tai palveluita. Vuoden 2014 toisella puoliskolla terävöitetyn strategian tulokset alkoivat viimein näkyä ja yhtiö kääntyi selvään kasvuun ja myös tilauskanta vahvistui selvästi. Yhtiön kannattavuus nousi tyydyttävälle (EBIT-% 9-10%) tasolle 2013-2014.

## 2015-2017: Kasvun käynnistyminen

Comptel kääntyi selvälle kasvu-uralle vuonna 2015. Yhtiön liikevaihto kasvoi 14 % ja tilauskanta 20 %. Vuoden 2015 aikana yhtiö teki merkittäviä panostuksia toimituskyvykkyyden kasvattamiseen sekä FWD-tuotteeseen, minkä takia liikevoitto-% heikkeni 8,7 %:iin (2014: 9,7 %). Käsityksemme mukaan erityisesti Service Orchestration -alueella sijaan panostamaan oman toimituskyvykkyyden kasvattamiseen ennakoitua enemmän, mikä rajoitti skaalautuvuutta.

Keskeistä Comptelin viimeisen vuoden kehityksessä on ollut molempien yksiköiden kääntymisen kasvuun. Service Orchestration on jatkanut vahvaa jopa 20 %:n tasolla olevaa kasvua markkinan hyvän vedon sekä yhtiön kilpailukykyisten ratkaisujen johdosta. Viime vuoden jälkipuoliskosta alkaen nyt myös Intelligent Data on kääntynyt selvästi kaksinumeroiseen kasvuun, mikä osoittaa uuden SoftBlade-tuotestrategian toimivuutta. Molempien yksiköiden tukiessa kasvua on yhtiöllä hyvät edellytykset jatkaa yli 10 %:n kasvuvauhtia. FWD ei vielä tämän vuoden aikana kerrytä olennaista liikevaihtoa ja sillä on koko vuoden osalta negatiivinen vaikutus kannattavuuteen, mutta arvioimme sen tukevan yhtiön kasvua 2017 alkaen.

Arvioimme Comptelin yltävän noin 12-14 % EBIT-% tasolle vuosina 2016-2017 liikevaihdon kasvun ollessa selvästi kaksinumeroista.

## 2018- skaalautuvuus vahvistuu

Arvioimme mukaan Comptel voisi saavuttaa 15-20 %:n normalisoidun liikevoittomarginaalin tason pitkällä aikavälillä, mikäli se onnistuu tulevaisuuden teknologiainvestoinneissaan. Yhtiö ylsi viimeksi 2000-luvulla tämän tason kannattavuuteen. Tämä ei tule kuitenkaan tapahtumaan vielä 2016-2017, sillä yhtiöllä on useita merkittäviä investointikohteita tällä hetkellä. Yhtiön nykyinen strateginen kannattavuustavoite on 10-15 %, mutta arvioimme mukaan yhtiön todellinen potentiaali on selvästi korkeampi erityisesti, mikäli FWD onnistuu.

Comptelin yksiköistä Intelligent Data on vahvasti ylläpitoon ja ohjelmistolisensseihin pohjautuvaa liiketoimintaa ja tämä yksikkö voi yltää arvioimme mukaan 15-20 % normalisoitun liikevoittoon (2015: 13,7 %). Service Orchestration on luonteeltaan palvelupainotteisempaa ja sen normalisoitu liikevoittotaso on arvioimme mukaan 10-15 % välillä (2015:

9,3 %). FWD voisi potentiaalisesti päästä jopa ”Supercell-tason” skaalautuvuuteen, sillä tuotteen liikevaihto perustuu pitkälti sen läpi kulkevasta myynnistä otettaviin komissioihin kulurakenteen ollessa melko kevyt ja kiinteä. Arvioimme mukaan FWD voisi onnistuessaan yltää jopa yli 50 % tasolla olevaan liikevoittoon.

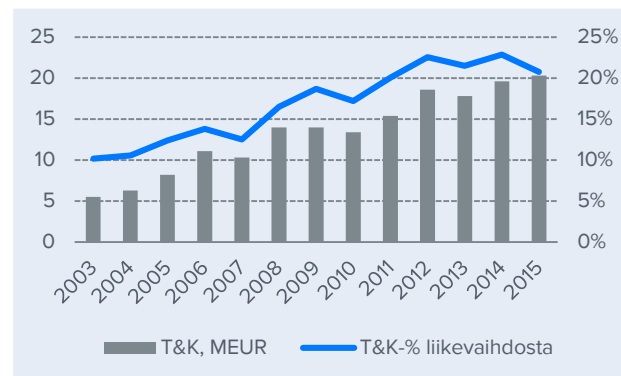
## Tuotekehitys ja tuotestrategia

Comptelin panostus tuotekehitykseen ja uusiin tuotteisiin Hintikan aloitettua toimitusjohtajana 2011 näkyy myös yhtiön luvuissa. Tuotekehityksen osuus on ollut 2011-2015 keskimäärin noin 22 % liikevaihdosta. Viimeiset kolme vuotta tuotekehitykseen on käytetty 18-20 miljoonaa euroa vuositasolla. Vertailuna vuosina 2006-2010 tuotekehitykseen käytettiin keskimäärin vain 13 miljoonaa euroa vuositasolla ja 16 % liikevaihdosta. Tätä ennen tuotekehitykseen panostettiin vieläkin vähemmän. Viime vuonna tuotekehitystä aktivoitiin taseeseen 5 MEUR ja poistettiin saman verran ja yhtiöllä ei ole oleellista tuotekehitysaktivointien massaa taseessa muhimmassa.

Tulevaisuudessa emme odota yhtiön tuotekehityskulujen enää merkittävästi kasvavan ja niiden osuuden suhteessa liikevaihtoon pitäisi alkaa laskea, mikä tuo vipuvaikutuksen yhtiön kannattavuuteen. Comptelin tuotekehityksen osuus suhteessa liikevaihtoon ovat olleet huomattavasti korkeampia myös listattuihin verrokkeihin nähden (Synchronoss 16 %, Verint Systems 14 %, CSG Systems 14 %, Amdocs 7 %), mikä tukee näkemystämme, jonka mukaan suurin R&D-panostusten vaihe on jo takana.

Comptelin tulevaisuuden keskeisiä tuotekehitysalueita ovat virtualisointi (FlowOneV), älykäs analytiikka (FasterMind), Policy Control (Monetizer) sekä digitaalinen myyntikanava-ratkaisu (FWD). Pitkällä aikavälillä myös siirtymä SaaS-liiketoimintaan on yksi kehitysalue, mutta toistaiseksi Comptelin ratkaisujen laajamittaisesta siirtymästä SaaS-malliin ja pilviympäristöön ei ole vielä merkkejä.

## Comptelin tuotekehityskulut



Lähde: Comptel

## Virtualisoituminen ravistelee Fulfillment-markkinaa lähivuosina

Verkkotoimintojen virtualisoituminen (Network Functions Virtualization, NFV) on yksi keskeinen trendi, joka tulee koskettamaan erityisesti Comptelin Service Orchestration -liiketoimintaa seuraavan 5 vuoden aikana. NFV organisoii virtualisoidut verkkotoiminnot osiksi, joita yhdistämällä voidaan luoda tietoliikennepalveluita. NFV:n ansiosta verkkotoiminnot eivät ole sidottuja tiettyihin laitteistoihin tai infrastruktuuriin, vaan verkon resurssit ovat dynaamisesti skaalautuvia ja niitä voidaan jakaa eri toimintojen välillä. Tämä johtaa operaattorilla huomattaviin säästöihin verkon ylläpitämiseen liittyvissä kuluissa sekä laitteistoinvestoinneissa, minkä takia operaattorit ovat hyvin kiinnostuneita tästä alueesta. Lisäksi NFV nähdään yleisesti edellytyksenä sille, että operaattorit pystyvät tarjoamaan esimerkiksi tulevaisuuden IoT-sovelluksia.

Siirtyminen virtualisoituun verkkoinfrastruktuuriin on mahdollisuus Comptelille, joka toimii nimenomaan tämän kehityksen ytimessä eli verkkoinfrastruktuurin ja asiakkuudenhallintajärjestelmien välisessä ympäristössä vastaamassa palveluiden toimitusprosesseista ja verkkoresurssien allokoinnista. Yhtiö on tuonut markkinoille uuden FlowOneV -ratkaisun, jossa on virtualisoituihin liittyvät kyvykkyydet. Virtualisoinnin muodostuminen kaupalliseksi markkinaksi on kuitenkin vielä vasta alkuvaiheessa. Operaattorit kokeilevat tähän liittyviä teknologioita, mutta markkina on vielä hyvin standardoimaton. Comptelille tärkeää on, että yhtiö on jo nyt mukana toimialalla virtualisointiin liittyvissä keskusteluissa ja pilottihankkeissa. Käsitksemme mukaan tulee kestävästi vielä muutamia vuosia, ennen kuin näemme mihin NFV-markkina lähtee kehittymään. Tässä teknologiassa onnistuminen voisi kuitenkin olla merkittävä läpimurto yhtiölle.

## Intelligent Data: investoinnit älykkääseen dataan ja tekoälyyn

Comptelin Intelligent Data -yksikön strategian ytimessä on tarjota ennakoivaa analytiikkaa, koneoppimista ja tekoälyä järjestelmiin integroituna ratkaisuna. Comptelin kilpailussa erottaa yhtiön ohjelmistoalustan kyky poimia tietoa nopeasti kasvavasta asiakas- ja verkkodatasta sekä yhtiön ennakoiva ja oikea-aikainen analytiikkaohjelmisto, joka auttaa operaattoreita ymmärtämään asiakastarpeiden nopean muuttumisen ja palveluiden korjaustarpeet. Tulevaisuudessa tämän älykkyyden johtaminen automatisoiduiksi toimenpiteiksi on keskeisiä arvonluontimahdollisuuksia Intelligent Data -liiketoiminnalle.

Comptelin loppuvuonna 2014 julkaisema EventLink 7.0 -teknologia mahdollistaa muun muassa analytiikkaratkaisujen myymisen asiakkaille SoftBlade -ratkaisuna. Yhtiö päivitti viime vuonna noin 30 asiakasta uuteen EventLink-versioon ja vastaava tahti jatkuu tänä vuonna. Päivitys itsessään ei

tuo yhtiölle olennaista liikevaihtoa, mutta se mahdollistaa skaalautuvan lisäosien myynnin asiakkaille. Tämä on viimeisimpien neljännesten aikana näkyä Intelligent Datan kasvuluvuissa.

## FWD: konsepti laajennettavissa useille eri alueille

Comptel investoi FWD-ratkaisuun viime vuonna noin 3 MEUR ja yhtiö sai valmiin tuotteen markkinoille loppuvuonna. Tuotteen kehityshaasteina on ollut muun muassa päätelaitteiden laaja kirjo Androidissa. Sovellus on tullut hiljattain saataville myös iPhoneille. Arviomme mukaan yhtiö tulee jatkamaan merkittäviä tuotekehityspanostuksia FWD:hen markkinoilta saatavan palautteen perusteella. Tällä hetkellä tuote on kehitetty pre-paid -datan myyntiin, mutta näemme FWD:llä tulevaisuudessa useita mahdollisia laajennuskohteita, kuten sponsoroitu data, post-paid data, roaming ja erilaisten digitaalisten palveluiden myynti FWD:n kautta. Arviomme mukaan Comptel tulee panostamaan tulevaisuudessa myös näille alueille, vaikka fokus on tällä hetkellä pre-paid -ratkaisun myynnin ylösajossa.

## Patentit

Patentit ovat yksi keino Comptelin liiketoiminnassa vahvistaa yhtiön IPR:ää ja sen arvoa etenkin mahdollisen yritysoston näkökulmasta. Comptelilla oli vuoden 2015 lopussa 40 myönnettyä patenttia ja 41 vireillä olevaa patenttihakemusta liittyen yhtiön päätuotteisiin ja -ratkaisuihin. Patenteilla ei käsityksemme mukaan ole kuitenkaan oleellista roolia kilpailutekijänä Comptelin liiketoiminnassa.

## Yrityskaupat

Käsityksemme mukaan pienet täydentävät yrityskaupat ovat osa Comptelin nykyistä strategiaa. Yhtiö on 2010-luvulla tehnyt yhden teknologiaan liittyvän yritysoston (Xtract) ja myynyt yhden yksittäisen teknologian (Axioss). Yhtiöllä ei ole käsityksemme mukaan tällä hetkellä sellaisia teknologioita tai liiketoimintoja, joiden divestointia se suunnittelisi. Käsitksemme mukaan yhtiö arvioi tietyillä teknologia-alueilla jatkuvasti kannattaako teknologia ostaa, kehittää itse vai tehdä kumppanin kanssa.

## Go-to-market

### Laaja asiakaskunta perustana uusien ratkaisujen myynnille

Comptelin viime vuosina kehittämien uusien ratkaisujen (fulfillment, policy control, integroitu analytiikka, FWD) tulevan myynnin kasvun perustan luo yhtiön vahva ja laaja

asiakaskanta. Comptel on palvellut historiansa aikana yli 290 operaattoria 87 maassa. Yhtiön mediointiratkaisu on käytössä yli 150 operaattorilla ympäri maailmaa. Lisäksi yhtiön järjestelmät prosessoivat viidennestä maailman mobiiliverkoissa liikkuvasta laskutusdatasta.

Comptel on tuotestrategiassaan panostanut erityisesti SoftBlade-strategiaan, jossa uusia lisäosia (kuten analytiikkaa) voidaan myydä nykyisille asiakkaille helposti asennettavina laajennuksina. Yhtiö päivittää parhaillaan Intelligent Data -yksikössä asiakkaita uuteen EventLink -teknologia-alustaan, mikä mahdollistaa näiden laajennusten myynnin.

FWD-tuotteen osalta Comptelin vahva asema ja tuntemus operaattoreiden laskutusjärjestelmistä tuo sille vahvan kilpailuedun, sillä operaattoreiden laskutusjärjestelmiin integroituminen vaatii vahvan luottamuksen asiakkaalta. Vaikka FWD on itsenäinen organisaatio ja sillä on oma myyntitiimi, luo Comptelin asema mediointiratkaisuissa hyvän perustan FWD:n myynnille. Täysin itsenäisenä yrityksenä FWD:n olisi hyvin vaikea päästä kiinni asiakkuuksiin. Comptelin kilpailijat ovat hyvin todennäköisesti kehittämässä kilpailevia ratkaisuja FWD:lle, minkä takia yhtiölle on tärkeää saada markkinaa paalutettua ennen kuin kilpailua alkaa syntyä. Yhtiö pyrkii tuotteen ripeään myynnin ylösajoon, mitä helpottaa sovelluksen varsin nopea implementaatio, joka vie vain muutamia viikkoja.

## Partneroituminen skaalautuvuuden edellytyksenä

Ilman kumppania Comptelilla ei ole verrattain pienenä yrityksenä edellytyksiä päästä osaksi suurimpia operaattoreiden OSS/BSS-järjestelmien transformaatioprojekteja. Kumppanin kautta Comptel pystyy olemaan mukana kilpailemassa myös suurimmista projekteista.

Yhtiön julkisia kumppaneita ovat muun muassa Nokia, Alcatel-Lucent ja IBM. Merkittävimpiä viimeaikaisia uusia kumppaneita ovat Tech Mahindra ja Hitachi. Tech Mahindra on yksi maailman suurimpia teleoperaattoreiden IT-ratkaisutoimittajia. Vahvan kumppaniekosysteemin rakentaminen on ohjelmistoyhtiöille hidasta ja haastavaa, mutta onnistuessaan tarjoaa vahvaa kilpailuetua. Yhtiö on viimeisen vuoden aikana kuitenkin kumppanuuksien sijaan panostanut erityisesti oman palveluorganisaation toimituskyvykkyyden vahvistamiseen, sillä kumppanistrategia ei ole toiminut täysin odotetulla tavalla.

## Eri markkina-alueet strategiassa

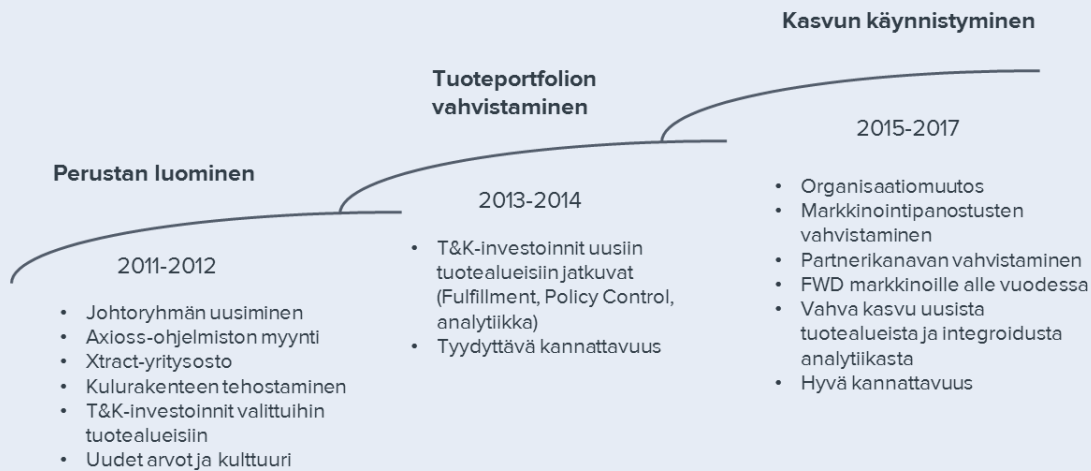
Comptelilla on erittäin laaja ja globaali läsnäolo liikevaihdoltaan 100 miljoonan euron yhtiöksi. Yhtiöllä on nykyisin vahva asema esimerkiksi Aasiassa (erityisesti

Intiassa), Euroopassa ja Lähi-idän ja Afrikan alueella. Kehittyvillä markkinoilla läsnäolo on tärkeää, sillä näillä markkinoilla operaattorit kasvavat nopeammin ja tarve älykkäille ja ketterille IT-järjestelmille on suuri, koska näiden operaattoreiden on kyettävä rakentamaan verkon ja räjähdysmäisesti kasvavan dataliikenteen ansainta valtavasta käyttäjämäärästä, jonka ARPU on hyvin pieni. Comptelin strategisia tavoiteltuja uusia markkinoita ovat olleet Indonesia ja Filippiinit ja yhtiö on viimeisen vuoden aikana voittanut asiakkuuksia molemmilla markkinoilla.

Eri markkina-alueiden osalta Comptelin nykyisiä heikkouksia suurimmista markkinoista ovat Japani ja Yhdysvallat, jotka valitettavasti ovat globaalissa mittakaavassa sektorin tärkeimpiä maantieteellisiä markkinoita. Yhdysvallat ja Japani ovat usein uusien teknologioiden ensimmäisiä käyttöönottajia ja markkinat ovat kooltaan merkittäviä. Yhdysvalloissa Comptelilla on yksi operaattoriasiakas (T-Mobile), mutta pääsy suurimpiin asiakkuuksiin on vielä haasteena. Yhdysvaltalaisen uuden operaattoriasiakkuuden voittaminen olisi merkittävä positiivinen signaali yhtiön kilpailukyvästä.

# Strategia

## Comptelin strategiaprosessi



Lähde: Inderes

## Strategian onnistumistekijät

Strategian Must Win Battles		
Toteutetut	Lähtulevaisuus (1-2v)	Seuraavat 5 vuotta
<ul style="list-style-type: none"><li>• Organisaation uudistaminen</li><li>• Tuoteportfolion vahvistaminen</li><li>• Käännös kasvuun</li><li>• Viestin ja markkinoinnin terävöittäminen</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>• Ajatusjohtajuus virtualisoinnissa (NFV) ja reaaliaikaisessa analytiikassa (Fastermind)</li><li>• Vahvan aseman pitäminen Fulfillment-markkinalla</li><li>• SoftBlade-myyntin kasvu</li><li>• FWD:n markkinan paaluttaminen</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>• Virtualisoituminen (FlowOneV)</li><li>• Älykäs data ja reaaliaikainen päätöksenteko (Fastermind)</li><li>• FWD:n läpimurto</li><li>• Liiketoimintamallin osittainen siirtymä kohti SaaS-mallia</li></ul>

Lähde: Inderes

# Ennusteet ja arvostus

Comptelin kasvu- ja kannattavuuskehitys on ollut vaatimatonta 2010-luvulla ja yhtiö kääntyi selvään kasvuun vasta viime vuonna. Heikkoa kasvua on selittänyt vanhojen tuotteiden hidastuva kysyntä, irtautumiset räätälöityjen palveluiden liiketoiminnasta sekä hidas liikkeellelähtö osassa uusista tuotealueista (Policy Control, Analytiikka). Uusista tuotteista Fulfillmentissä yhtiö on kuitenkin saanut tärkeitä päänavauksia. Comptelin kannattavuutta ovat rasittaneet merkittävät tuotekehityspanostukset, investoinnit toimituskyvykkyyteen sekä myyntiin ja markkinointiin. Odotamme yhtiön jatkavan lähivuosina selvällä kasvu-uralla, sillä sekä Intelligent Data että Service Orchestration -yksiköt ovat nyt vahvassa vedossa. Arvioimme yhtiön kasvavan lähivuosina 14-16 %:n vauhtia ja liikevoiton saavuttavan noin 15 % tason 2-3 vuoden tähtäimellä. Kannattavuuden suurin vipuvaikutus tulee FWD-tuotteesta, jonka arvioimme alkavan tukea konsernitason kannattavuutta 2018 alkaen. Yhtiön pitkän aikavälin taloudellisenä tavoitteena on yli 10 prosentin vuotuinen liikevaihdon kasvu ja 10-15 %:n liikevoitto. Ennusteillamme osakkeen P/E on tälle vuodelle 19x ja ensi vuodelle 14x, mitä pidämme hyvin houkuttelevana arvostuksena yhtiön teknologinen kilpailuetu, yhtiön kasvunäkymä sekä FWD:n potentiaali huomioiden. Yhtiön eri liiketoimintojen arvoon perustuva osien summa -laskelmamme antaa yhtiön osakekohtaiseksi arvoksi noin 1,9 euroa haarukalla 1,4-2,5 euroa.

## Historiallinen kehitys

### Tuloskehitys

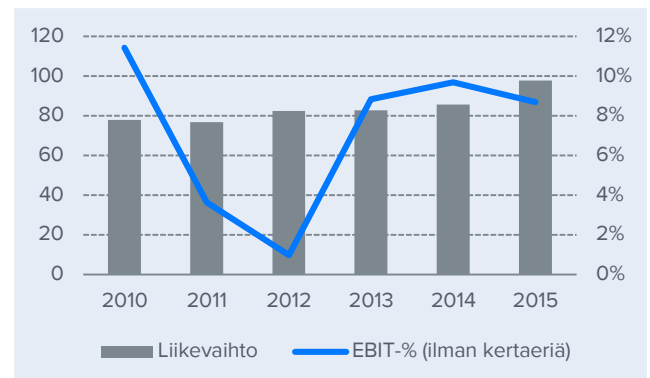
Comptelin kannattavuuskehitys on ollut vuoden 2011 jälkeen välttävää, joskin nousujohteista vuonna 2012 nähdyn pohjakosketuksen jälkeen. Vuosien 2011-2013 tuloskehitystä väritti organisaation siivoaminen ja liiketoimintojen järjestelyt. Yhtiön liikevaihtoa on painanut muun muassa Axioos-ohjelmiston myynti sekä luopuminen Telenorille ja Elisalle tarjotuista asiakaskohtaisesti räätälöidyistä palveluista. Lisäksi yhtiö uudisti henkilöstöä ja kasvatti tuotekehityspanostuksiaan, mikä rasitti kannattavuutta.

Vuodesta 2013 alkaen Comptel oli saanut organisaationsa parempaan iskukuntoon ja merkittävät voitot Fulfillment-tuotealueella alkoivat tukea liikevaihtoa. Yhtiö nousi 2013 kohtalaiseen 8,8 % liikevoittoon, vaikka liikevaihto polki paikallaan. Vuoden 2014 loppupuolisko oli selkeä käännekohta yhtiön kasvukehityksessä, missä ajurina oli erityisesti Fulfillment-tuotealueen vahvana jatkuva veto. Kasvua kuitenkin rasitti edelleen vakiintuneiden tuotealueiden kasvun hitaus. Vuonna 2014 yhtiö kasvoi 4 % ja liikevoitto nousi kohtalaiselle 9,7 % tasolle.

Vuonna 2015 Comptelin liikevaihto kasvoi vahvat 14 %. Kasvu ei kuitenkaan skaalautunut tulokseen ja liikevoitto-% jäi 8,7 %:iin, sillä yhtiö joutui investoimaan merkittävästi toimituskyvykkyyden kasvattamiseen vahvan tilauskannan takia. Lisäksi liikevoittoa rasitti noin 3 MEUR investoinnit FWD-tuotteeseen, sillä yhtiö ei aktivoi FWD:n tuotekehitystä. Ilman FWD-investointeja yhtiön liikevoitto-% olisikin ollut vahva 12 %. Vuosi 2015 oli tuloksellisesti meille pettymys, mutta tämä selittyi pitkälti FWD:n investoinneilla. Kokonaisuutena 2015 oli mielestämme rohkaiseva, sillä Service Orchestration -yksikkö jatkoi vahvaa kasvuaan (20

%) ja Intelligent Data kääntyi H2:lla vahvaan yli 10 %:n kasvuun, mikä antoi merkkejä SoftBlade -strategian toimivuudesta.

### Tuloskehitys 2010-2015



Lähde: Comptel

### Tase ja rahoitusasema

Comptelin tase on vakaalla pohjalla. Vuoden 2015 Q1:n lopussa yhtiön nettovelkaantumisaste oli negatiivinen (-12,1 %) ja omavaraisuusaste 61 %. Likvidit varat olivat 12,7 miljoonaa euroa. Tase antaa hyvin liikkumavaraa maltilliseen osingonjakoon sekä liiketoiminnan vaatimiin investointeihin. Yhtiön liiketoiminnalle on ominaista korkeahko käyttöpääoman sitoutuminen myyntisaamisiin, minkä johdosta pitkällä aikavälillä maltillinen velkavivun käyttö voidaan nähdä perusteluna.

Comptelin liiketoiminta tuottaa hyvää rahavirtaa, mutta projektien ja saamisten jaksotusten takia rahavirta voi heilua merkittävästi (2013: 9 MEUR, 2014: 10 MEUR, 2015: 0,6 MEUR). Odotamme lähivuosina rahavirran vahvistuvan parantuvan tuloskehityksen mukana.

Yhtiön rahavirtaa lähivuosina tulevat lisäksi tukemaan lähdeverojen hyvitykset. Yhtiöllä on ollut Intiassa käynnissä lähdeverojen oikaisumenettelyitä, ja maan viranomaisten viimeisimpien päätösten perusteella joiden perusteella yhtiö tulee todennäköisesti samaan reilun 3 miljoonan euron lähdeverohyvitykset mahdollisesti vielä tämän vuoden aikana.

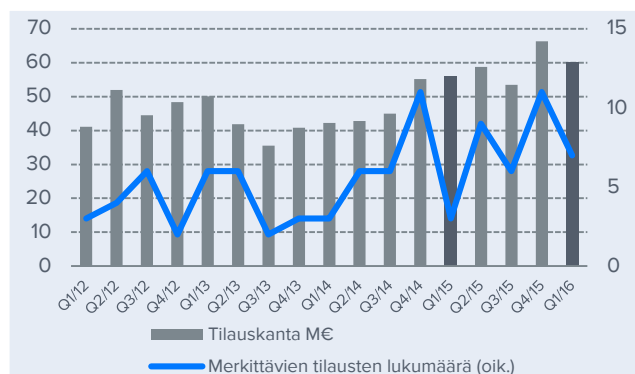
## Ennusteet

Arvioimme Comptelin liikevaihtoa ja kannattavuuskehitystä Service Orchestration, Intelligent Data ja FWD -liiketoimintojen kautta. Vuosineljänneksellä yhtiön projekti- ja lisenssimyynti heikentää ennustettavuutta, kun taas ylläpitoliiketoiminta (35 % liikevaihdosta) tuo vakautta yläriiville. Projekti- ja lisenssimyynti korreloi jossain määrin ylläpitoliiketoiminnan kanssa. Yhtiön kulurakenne on melko vakaa ja kiinteä. Kulujen puolella yhtiöllä on pikemminkin kasvun takia nousupaineita kuin tarvetta tehostamiselle. Lähivuosien ainoa keskeinen kannattavuusajuri on käytännössä liikevaihdon kasvu.

### Tilaukanta

Comptelin seuraavan 12 kuukauden tilaukanta oli Q1'15 lopussa 60,0 miljoonaa euroa ja se kasvoi 7,5 % edellisvuodesta (2011: 47,2 MEUR; 2012: 48,4 MEUR; 2013: 40,8 MEUR). Kokonaistilaukanta, johon sisältyvät monivuotiset sopimukset ja yli 12 kuukauden ulottuvat tilaukset on hieman korkeampi. Comptel sai vuoden 2015 aikana 29 merkittävää yli 0,5 miljoonan euron tilausta (2014: 26, 2013: 17). Yhtiön tilaukset painottuvat toimialalle tyypilliseen tapaan vuoden lopulle. Yhtiön tilaukanta luo hyvän pohjan liikevaihdon kasvun jatkumiselle vuonna 2016.

### Comptelin tilaukanta ja merkittävät tilaukset



Lähde: Comptel

## Lyhyen aikavälin ennusteet

Comptel on ohjeistanut vuoden 2016 liikevaihdon kasvun jatkuvan liikevoitto-%:n olevan 8-14 % haarukassa (2014: 8,7 %). Ohjeistuksen haarukka on hyvin leveä, mikä johtunee tuloksen voimakkaasta painottumisesta loppuvuoteen. Yhtiön vuoden 2016 startti oli kohtalainen. Q1-liikevaihto kasvoi 6,4 % ja oli 22,4 MEUR. Yhtiön mukaan myyntiin vaikutti kauppajen ajoitukset Service Orchestrationissa, jonka myynti kasvoi vain 1 %:n. Intelligent Data jatkoi viime vuoden aikana alkanutta vahvaa kasvuaan (14,6 %). Liiketulos Q1:ltä oli 1,8 MEUR parantuen hieman vertailukaudesta (Q1'15: 1,5 MEUR).

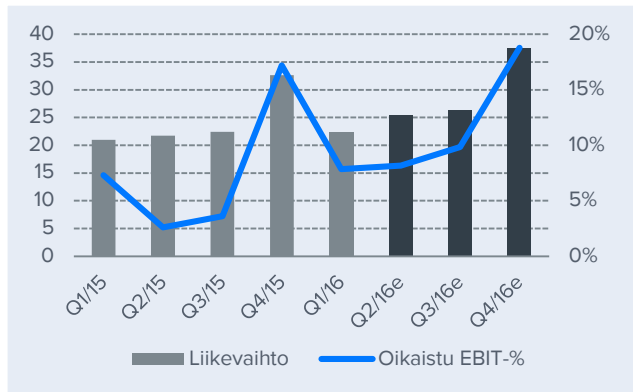
Comptelin saadut uudet tilaukset kasvoivat Q1:llä peräti 40 %, mikä viittaa yhtiön olevan edelleen hyvällä kasvu-uralla. Vuoden alkupuolisko on Comptelille kausiluonteisesti hieman hitaampaa aikaa operaattoreiden laajennusten ajoituksessa tyypillisesti vuoden lopun kapasiteetti- ja laajennuskohtien. Arvioimme yhtiön Q2 ja Q3 -tulosten parantuvan selvästi johtuen heikosta vertailukaudesta, mutta koko vuoden tuloksen tulee tästä huolimatta ratkaisemaan Q4. FWD-tuotteen osalta emme odota tältä vuodelta vielä merkittävää liikevaihtoa ja arvioimme tuotteeseen tehtävien investointien aiheuttaman liikevoittorasitteen olevan viime vuoden tasolla (3 MEUR).

Arvioimme Comptelin vuoden 2016 liikevaihdon kasvavan 14,2 % 112 MEUR:oon ja liikevoiton olevan 12,1 %. Yhtiön kulurakenteessa on yhä nousupaineita, mutta liikevaihdon kasvu tulee olemaan kulujen kasvua nopeampaa. Intian verokiistan myönteinen päätös tulee nostamaan yhtiön nettotulosta selvästi tänä vuonna riippuen siitä, miten vielä oikaisuvaatimuksen kohteena olevien vuosien ratkaisussa käy. Yhtiö tulee todennäköisesti saamaan reilun 3 MEUR:n positiivisen tulosvaikutuksen aiemman oikaisupäätöksen perusteella. Ennusteissamme ei ole vielä sisällä oletuksia kertaluonteisista positiivisista verokirjauksista.

Vuoden 2016 osakekohtaisen tuloksen arvioimme paranevan 0,08 euroon edellisvuoden 0,04 eurosta (ilman positiivista verokirjausta). Arvioimme yhtiön korottavan osinkoaan 0,04 euroon edellisvuoden 0,03 eurosta.



## Ennusteet vuosineljänneksellä



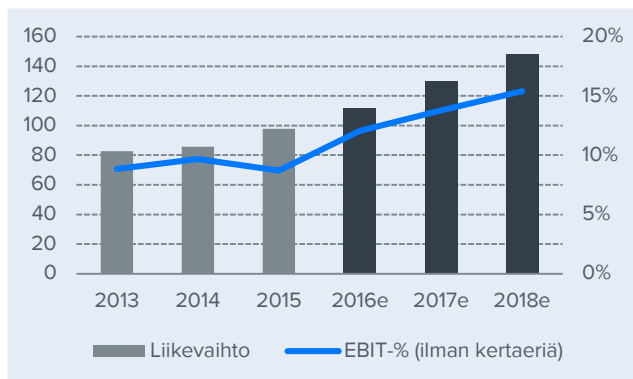
Lähde: Comptel, ennuste Inderes

## Pitkän aikavälin ennusteet

Arvioimme Comptelin yltävän lähivuosina markkinakasvua nopeampaan noin 14-16 % liikevaihdon kasvuun uusien tuotteiden vetämänä. Yhtiön kiinteä kulurakenne kasvaa hieman liikevaihtoa hitaammin, mikä tuo vipuvaikutuksen kannattavuuteen. Ennustemme 2017 liikevaihdon nousevan 130 miljoonaan euroon ja liikevoiton 18 miljoonaan euroon, mikä vastaa 14 % liikevoittoa (2016e: 12,1 %). Arvioimme mukaan Comptelilla on keskipitkällä aikavälillä edellytykset 15-20 % liikevoittotasoon, minkä saavuttaminen on mahdollista erityisesti, jos FWD-tuote menestyy. FWD:n merkittävimmän liikevaihto- ja liikevoittoaikutukset arvioimme käynnistyvän 2018 alkaen johtuen SaaS-pohjaisesta liiketoimintamallista. Myös yhtiön historian ja liiketoimintamallin skaalautuvuuden perusteella täysin realistinen kannattavuustaso.

Osakekohtaisen tuloksen ennusteemme vuosille 2017 ja 2018 ovat 0,11 euroa ja 0,13 euroa ja vastaavat osinkoennusteet 0,07 euroa ja 0,09 euroa. Arvioimme voitonjaon olevan reilun 50 %:n tasolla lähivuosina.

## Pitkän aikavälin ennuste



Lähde: Comptel, ennuste Inderes

## FWD-ennuste: potentiaalinen jättipotti

FWD on mielenkiintoinen osa Comptelissa ja erityisen mielenkiintoisen siitä tekee se, ettei osakemarkkina vielä tunnista tuotteen potentiaalia. Näemme itse tuotteessa huomattavaa arvoa arvioituamme sen skaalautuvuutta sekä kuulutuamme alustavia kokemuksia pilottiasiakkuudesta (DNA) sekä operaattoreiden kiinnostuksesta tuotteita kohtaan.

FWD on käytännössä loppukäyttäjälle tarjottava operaattorin brändäämä sovellus, jolloin sen menestys on puhtaasti kiinni siitä, millaisen käyttäjäkunnan Comptel onnistuu yhdessä operaattoriasiakkaan kanssa tuotteelle rakentamaan. Periaatteessa sitä voi verrata mobiilipalveluun, joiden sisällä käyttäjät tekevät mikro-ostoja: FWD:n käyttäjät tekevät sovelluksella datapaketien aikapohjaisia mikro-ostoja. Comptel saa revenue share -osuuden tätä kautta tehtävistä ostoista. Sovellus on tarkoitettu erityisesti kehittyvien maiden operaattoreille, joiden haasteena on rakentaa dataliikenteelle ansaintaa valtavasta pre-paid käyttäjämäärästä, jonka maksukyky on hyvin pieni.

Ensimmäisiä viitteitä tuotteen potentiaalista tullaan saamaan tämän vuoden lopulla, kun yhtiö saa tuotantoon ensimmäiset merkittävät asiakkuudet. 2017 tulee olemaan merkittävä ylösajon vuosi, joka tulee näyttämään FWD:n onnistumisen. Yhtiöllä on kiire, sillä vastaavia ratkaisuja on todennäköisesti myös kilpailijoiden piirustuspöydällä. Comptelille etumatkaa kuitenkin antaa teknologian kompleksisuus.

Korostamme ennusteemme olevan luonteeltaan havainnollistava, sillä FWD:n mallintaminen on toistaiseksi hyvin rajallisen tiedon varassa haastavaa. Ennusteessamme arvioimme FWD:n nousevan ensi vuonna voitolliseksi ja saavuttavan 38 MEUR liikevaihdon ja 24 MEUR liikevoiton vuonna 2020. Keskeiset oletukset ovat seuraavat:

- Liikevaihto perustuu pitkälti revenue share -kanavakomissioihin. Oletamme, ettei kiinteistä ylläpito- ja käynnistysmaksuista kerry synny olennaista liikevaihtoa.
- FWD saavuttaa ensi vuonna 9 miljoonan käyttäjän tason. Tämä edellyttää tuotteen menestystä esimerkiksi yhdessä suurehkoissa kehittyvissä markkinan operaattoreissa. Tämän jälkeen arvioimme käyttäjämäärän kasvavan 90 miljoonan käyttäjän tasolle vuonna 2020.
- FWD:n läpi kulkeva ARPU (käyttäjäkohtainen myynti) on noin 1 EUR/kk tasolla (globaalisti). Referenssinä tämä tarkoittaisi markkinaa, jossa keskimääräinen kuukausittainen ARPU on 4-5 dollaria ja datakäytön osuus siitä 15-30 % tasolla. Tämän kaltaisia markkinoita ovat esimerkiksi Nigeria ja Indonesia.

- Kanavakomission taso on lähtötilanteessa 5,5 % ja uuden kilpailun myötä se laskee 3,5 %:iin vuonna 2020. Kanavakomission tason vertailukohtana käytämme 8-12 %:n tasoa, joka on tyypillisesti fyysisen myyntikanavan kustannus operaattorille. FWD:n tulee kyetä tarjoamaan tähän selkeä alennus, jotta ratkaisu on operaattorille houkutteleva. Ennusteessa FWD:n läpi kulkee 2020 1,1 miljardin liikevaihto, mistä Comptelille tulee 38 MEUR.
- Tuote on täysin skaalautuva. Käyttäjämäärien kasvun vaatima pilvikapasiteetti edellyttää vain marginaalisia lisäkustannuksia. Kiinteä kulurakenne kuitenkin kasvaa tuotekehitys-, myynti- ja markkinointipanosten takia. Tämän johdosta FWD ylittää arvioimme mukaan jopa yli 50 % liikevoittoon käyttäjävolyymin kasvaessa yli 40 miljoonaan käyttäjään.

## FWD-ennuste

	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Käyttäjämäärä, milj. kpl	1	9	20	45	90	
ARPU, EUR	12,0	12,0	12,0	12,0	12,0	12,0
FWD:n läpi kulkeva myynti, MEUR	11	108	240	540	1080	
Kanavakomissio	5,5 %	5,0 %	4,5 %	4,0 %	3,5 %	
FWD:n liikevaihto, MEUR	0,6	5,4	10,8	21,6	37,8	
Kustannukset	-3,0	-3,6	-5,0	-7,1	-9,9	-13,8
EBIT	-3,0	0,4	3,7	11,7	24,0	
EBIT-%	-506 %	7 %	35 %	54 %	63 %	

Lähde: Inderes

Ennustemme havainnollistaa tuotteen valtavaa skaalautuvuutta ja tulospotentiaalia. Kymmenien tai satojen miljoonien käyttäjien saaminen sovellukselle edellyttää kuitenkin läpimurtoa ja merkittävää tukea myös itse operaattoreilta sovelluksen markkinointiin. Operaattoreille on kuitenkin tähän merkittävä kannuste, sillä sovelluksen aktiiviset käyttäjät voivat tuoda merkittävästi lisää dataan perustuvaa liikevaihtoa niille.

## Verotus

Comptel on viime vuosina kärsinyt kaksinkertaisesta verotuksesta johtuen toimintavaltioiden eräivistä näkökannoista verosopimusten tulkinnassa. Tämän johdosta yhtiö ei ole saanut hyvitettyä verotuksessaan kaikkia lähdeveroja ja yhtiön veroaste on ollut joinain vuosina jopa 50 % tasolla. Kahdenkertaisesta verotuksesta johtuvia, hyvittämättömiä ja kuluksi kirjattuja lähdeveroja oli vuodesta 2004 vuoden 2013 loppuun mennessä kumulatiivisesti kertynyt 10,5 miljoonaa euroa.

Vuoden 2014 lopussa yhtiön toteuttamien verojärjestelyiden sekä verottajan uusimpien päätösten myötä veroihin liittyvään ongelmaan saatiin kuitenkin osittainen ratkaisu,

mikä alentaa yhtiön lähivuosien verokantaa. Arvioimme lähivuosina yhtiön verokulun olevan noin 35 %.

## Arvostus

### Sijoitusnäkemys ja riskit

Näkemyksemme mukaan Comptel siirtynyt vuonna 2011 käynnistetyssä uudessa strategiassaan vaiheeseen, jossa merkittävimmät panostukset tuotekehitykseen ovat takana ja uusi kilpailukykyisempi tuoteportfolio on alkanut ajaa kasvua. Yhtiö profiloituu vahvasti kasvuyhtiöksi, mutta tämä kasvu alkaa vähitellen skaalautua myös kannattavuuteen. Mielestämme Comptelin tarinassa kannattaa nyt olla mukana, koska yhtiön molemmat liiketoimintayksiköt ovat nyt todistetusti hyvässä kasvuviedossa ja yhtiöllä on merkittävänä jokerikorttina FWD-tuote. Esimerkiksi vuotta aiemmin yhtiön kasvu oli vielä Service Orchestrationin varassa ja kaksi vuotta sitten Comptelilla oli selkeitä kasvuhaasteita. Näkyvyys yhtiön positiivisen kehityksen jatkumiseen on siten tällä hetkellä parempi kuin aikoihin.

Pidämme Comptelia pitkällä aikavälillä myös erittäin potentiaalisena ostokohteena OSS/BSS-markkinan konsolidaatioissa. Yhtiön nykyinen markkina-arvo (EV/Liikevaihto 1,4x) olisi yrityskauppatilanteessa hyvin matala arvostus eikä antaisi yhtiön teknologioille mitään arvoa, sillä markkinalla selkeissä teknologiakaupoissa liikevaihtokertoimet ovat liikkuneet 3-6x tasolla.

Osakkeen kannalta keskeisimmät pitkän aikavälin riskit ovat mielestämme seuraavat:

- Yhtiön asiakaskunnan (operaattoreiden) konsolidoituminen tekee niistä vahvempia ostajia ja aiheuttaa paineita myös IT-toimittajien konsolidaatioon. Suurimmat operaattorit saattavat suosia suurimpia ohjelmistotoimittajia ja integraattoreita, jotka pystyvät toimittamaan suuria kokonaisuuksia. Pieni Comptel ei välttämättä pysy tässä kehityksessä kilpailukykyisenä.
- Operaattoreiden kasvuhaasteet ja heikko kilpailukyky niiden infrastruktuurin varassa toimivia internet-jättejä (kuten Facebook, Google, Netflix) vastaan voi heikentää niiden asemaa arvoketjussa ja kykyä investoida. Todennäköisemmin tämä uhka kuitenkin pakottaa operaattoreita investoimaan enemmän ainakin lyhyellä aikavälillä.
- Muutokset teknologioissa (kuten virtualisoituminen) sekä liiketoimintamallien murroksessa (kuten siirtymä lisensseistä SaaS-malliin) saattavat heikentää yhtiön tuloskehitystä ja kilpailukykyä, mikäli yhtiö ei kykene reagoimaan niihin riittävän nopeasti.

- Yhtiö saattaa kohdata uutta kilpailupainetta uusista disruptiivisista toimijoista ja teknologioista, jotka syrjäyttävät Comptelin vakiintuneita tuotealueita paremmalla tehokkuudella ja alemmalla hinnalla. Toistaiseksi tästä ei ole merkkejä ja toisaalta asiakaskunnan konservatiivisuus sekä raskas olemassa oleva infrastruktuuri tekevät nopeat muutokset markkinalla lähes mahdottomiksi.

## Arvostuskertoimet

Hinnoittelimme Comptelia ensisijaisesti P/E-luvun kautta. EV/EBIT ja EV/EBITDA -pohjaiset arvostuskertoimet antavat yhtiön osakkeesta hieman todellista positiivisemmän kuvan, sillä ne eivät huomioi yhtiön normaalia korkeampaa verorasitetta. Osinkotuotto ei ole näkemyksemme mukaan oleellinen ajuri osakkeelle, sillä Comptel profiloituu kasvuyhtiöksi.

Kuluvan vuoden ennusteellamme osakkeen P/E on 19x, mikä heijastelee lieviä tuloskasvuodotuksia, mutta on mielestämme kohtuullinen arvostus globaalisti toimivalle skaalautuvan teknologian ohjelmistoyhtiölle. Ensi vuoden ennusteellamme P/E-luku painuu 14x tasolle maltillisella tulosparannuksella, mitä voidaan pitää jo edullisena arvostuksena. Vastaavat osinkotuotot ovat 3 % ja 5 %. Liikevaihtokerroin (EV/Sales) on tälle vuodelle 1,4x, mitä pidämme myös maltillisen arvostuksena toimialan arvostustasot ja yhtiön kasvunopeus huomioiden.

Comptelin EV/EBIT-luvut tälle ja ensi vuodelle ovat maltilliset 11x ja 8x, mutta aiemmin mainituista poikkeuksellisen korkeista verokuluista johtuen liikevoiton vertailu nettotuloksen sijaan antaa hieman todellista positiivisemmän kuvan.

## Arvostuskertoimet

Arvostustaso	2015	2016e	2017e	2018e
Osakekurssi	1,83	1,47	1,47	1,47
Markkina-arvo	201	161	161	161
Yritysarvo (EV)	204	156	153	152
P/E (oik.)	43,9	19,5	13,9	10,9
P/E	43,9	19,5	13,9	10,9
P/Kassavirta	-44,8	12,6	20,3	18,3
P/B	5,4	3,8	3,3	2,8
P/S	2,1	1,4	1,2	1,1
EV/Liikevaihto	2,1	1,4	1,2	1,0
EV/EBITDA	13,4	7,8	6,2	5,1
EV/EBIT	24,0	11,6	8,5	6,7
Osinko/tulos (%)	72,0 %	53,1 %	66,2 %	66,7 %
Osinkotuotto-%	1,6 %	2,7 %	4,8 %	6,1 %

Lähde: Inderes

## Vertailuryhmä

Olemme keränneet Comptelin vertailuryhmään (sivu 29) yhtiön keskeisiä pörssilistattuja kilpailijoita sekä muita operaattoreiden ohjelmistomarkkinalla toimivia listattuja yrityksiä. Vertailuryhmässä on lisäksi yksi analytiikkaan

erikoistunut yritys (Qlik Technologies) heijastelemassa Comptelin analytiikkaratkaisujen arvopotentiaalia.

Comptelin nykyinen hinnoittelu on tulospohjaisilla P/E- ja EVEBIT-kertoimilla melko lähellä vertailuryhmän tasoa. EV/Liikevaihto-kertoimella katsottuna yhtiö on kuitenkin 40 % verrokkeja alemmin hinnoiteltu. Vertailuryhmän perusteella markkina asemoi Comptelin sektorin keskivertoyhtiöksi eikä hinnoittelu mielestämme anna painoarvoa yhtiön teknologiselle etumatkalle.

## Osien summa -analyysi

Arvioimme Comptelia sen eri osien yhteenlasketun arvon perusteella, sillä yhtiöllä on kolme synergistä, mutta toisistaan melko irrallista liiketoimintaa (Intelligent Data, Service Orchestration ja FWD). Osien summa havainnollistaa eri liiketoimintojen osuutta yhtiön arvossa.

Service Orchestration -yksikön arvon arvioimme 78 MEUR:oon perustuen 11x liikevoittokertoimeen sekä 7,0 MEUR ennustettuun 2016 liikevoittoon. Arvotamme vastaavasti Intelligent Datan 12x liikevoittokertoimella 113 MEUR arvoiseksi. Intelligent Datalle käyttämämme kerroin on hieman korkeampi, sillä Service Orchestrationin liiketoiminta on huomattavasti palvelupainotteisempaa. FWD:n arvottaminen on vaikeaa, koska kyseessä on start-up. Sovellamme FWD:hen vuoden 2017 arvioitua liikevaihtotasoa sekä skaalautuvalle SaaS-liiketoiminnalle maltillista 5x-liikevaihtokerrointa, jolloin yksikön arvoksi muodostuisi 27 MEUR. Nettokassan ja arvioitujen konsernikulujen oikaisun jälkeen Comptelin osakekannan arvoksi muodostuu neutraalissa skenaariossa näin 207 MEUR tai 1,89 euroa osakkeelta. Pessimistisen ja positiivisen skenaarion haarukat ovat 149 MEUR ja 1,37 euroa osakkeelta sekä 271 MEUR ja 2,46 euroa osakkeelta.

FWD:llä voi olla huomattava vaikutus Comptelin arvoon ja osien summa -arvion perusteella markkina ei tällä hetkellä anna FWD:lle mielestämme arvoa. Pessimistisessä skenaariossa arvotamme FWD:n 5 MEUR arvoiseksi, mikä vastaisi käytännössä tuotteeseen tehtyjen investointien tasoa. Positiivisessa skenaariossa arvotamme FWD:n 54 MEUR:oon. Huomautamme, että läpimurtoskenaariossa FWD voisi yksinään olla arvokkaampi kuin koko nykyinen Comptel. Mielestämme osakkeen nykyhinnoilla FWD on ”ilmainen optio” Comptelin osakkeessa, sillä tuotteen epäonnistuminen tuskin aiheuttaisi paineita osakkeeseen.

## Osien summa -arvostus

Service Orchestration	Pessimistinen	Neutraali	Optimistinen
Muuttuja: EBIT 2016e	7,1	7,1	7,1
x Hinnoittelukerroin	9,0	11,0	13,0
<b>Yritysarvo</b>	<b>63,7</b>	<b>77,8</b>	<b>92,0</b>
<i>Per osake</i>	<i>0,58</i>	<i>0,71</i>	<i>0,84</i>

Intelligent Data	Pessimistinen	Neutraali	Optimistinen
Muuttuja: EBIT 2016e	9,4	9,4	9,4
x Hinnoittelukerroin	10,0	12,0	14,0
<b>Yritysarvo</b>	<b>94,0</b>	<b>112,8</b>	<b>131,6</b>
<i>Per osake</i>	<i>0,86</i>	<i>1,03</i>	<i>1,20</i>

FWD	Pessimistinen	Neutraali	Optimistinen
Muuttuja: Liikevaihto 2017e	5,4	5,4	5,4
x Hinnoittelukerroin	1,0	5,0	10,0
<b>Yritysarvo</b>	<b>5,4</b>	<b>27,0</b>	<b>54,0</b>
<i>Per osake</i>	<i>0,05</i>	<i>0,25</i>	<i>0,49</i>

Konsernikulut	Pessimistinen	Neutraali	Optimistinen
Muuttuja: arvioitu kulutaso	-1,5	-1,5	-1,5
x Hinnoittelukerroin	12,0	10,0	8,0
<b>Yritysarvo</b>	<b>-18,0</b>	<b>-15,0</b>	<b>-12,0</b>
<i>Per osake</i>	<i>-0,16</i>	<i>-0,14</i>	<i>-0,11</i>

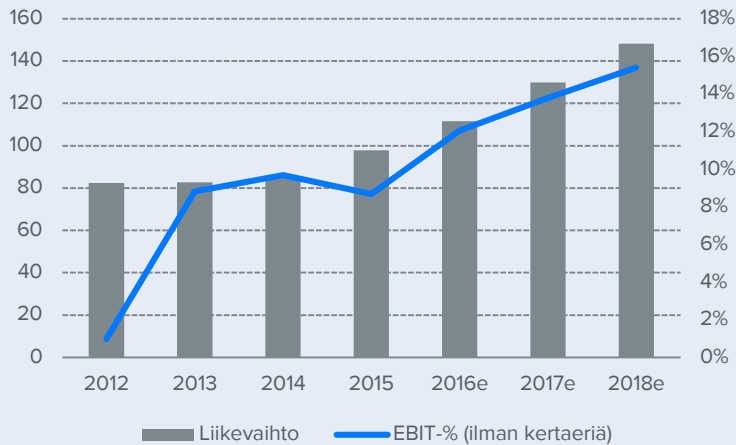
Nettokassa	Pessimistinen	Neutraali	Optimistinen
Kassa	12,7	12,7	12,7
Rahoitusvelat	-8,1	-8,1	-8,1
<b>Yhteensä</b>	<b>4,6</b>	<b>4,6</b>	<b>4,6</b>
<i>Per osake</i>	<i>0,04</i>	<i>0,04</i>	<i>0,04</i>

Osien summa	Pessimistinen	Neutraali	Optimistinen
<b>Yritysarvo</b>	<b>145,1</b>	<b>202,6</b>	<b>265,6</b>
<b>Nettovelat</b>	<b>4,6</b>	<b>4,6</b>	<b>4,6</b>
<b>Osakekannan arvo</b>	<b>149,7</b>	<b>207,2</b>	<b>270,2</b>
<i>Per osake</i>	<i>1,37</i>	<i>1,89</i>	<i>2,46</i>

Lähde: Inderes

# Ennusteet ja arvostus

## Pitkän aikavälin ennuste



Lähde: Comptel, ennuste Inderes

## Arvioimme tulospotentiaalista

	Nykyinen EBIT-%	Arvioitu potentiaali
Service Orchestration	14%	10-15%
Intelligent Data	9%	15-20%
FWD	-	>50%
Konserni	9%	15-20%

## Vertailuryhmän arvostus

Yhtiö	Osakekurssi	Markkina-arvo MEUR	Yritysarvo MEUR	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E	
				2016e	2017e	2016e	2017e	2016e	2017e	2016e	2017e
CSG Systems	41,15	1187	1243					1,9	1,8	15,5	14,4
Amdocs	56,83	7597	6587	11,4	10,0	9,8	8,6	2,0	1,9	16,0	15,0
Evolving Systems	5,10	54	56					2,3	2,0	17,0	11,9
Vering Systems	34,90	1930	2258	12,0	10,2	8,7	9,1	2,2	2,3	10,5	11,5
Synchronoss	34,49	1371	1454	8,6	6,4	6,4	5,2	2,4	2,1	14,2	11,9
Comverse	24,54	546	580					2,4	1,8		
Redknee	1,83	137	152	123,5	7,1	14,5	4,5	0,9	0,8		8,9
Qlik Technologies	29,94	2501	2176	40,7	26,6	31,1	22,1	3,4	3,0	67,6	45,7
<b>Comptel (Inderes)</b>	<b>1,47</b>	<b>161</b>	<b>156</b>	<b>11,6</b>	<b>8,5</b>	<b>7,8</b>	<b>6,2</b>	<b>1,4</b>	<b>1,2</b>	<b>19,5</b>	<b>13,9</b>
<b>Keskisarvo</b>				<b>39,2</b>	<b>12,1</b>	<b>14,1</b>	<b>9,9</b>	<b>2,2</b>	<b>2,0</b>	<b>23,5</b>	<b>17,0</b>
<b>Mediaani</b>				<b>12,0</b>	<b>10,0</b>	<b>9,8</b>	<b>8,6</b>	<b>2,2</b>	<b>2,0</b>	<b>15,8</b>	<b>11,9</b>
<b>Erotus-% vrt. mediaani</b>				<b>-3 %</b>	<b>-15 %</b>	<b>-20 %</b>	<b>-29 %</b>	<b>-37 %</b>	<b>-40 %</b>	<b>24 %</b>	<b>17 %</b>

Lähde: Bloomberg / Inderes

# Tuloslaskelma, tase ja DCF-malli

## Tuloslaskelma

(MEUR)	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e
<b>Liikevaihto</b>	<b>83</b>	<b>86</b>	<b>98</b>	<b>112</b>	<b>130</b>	<b>148</b>
Kulut	-70	-71	-83	-92	-106	-119
<b>EBITDA</b>	<b>13,0</b>	<b>14,6</b>	<b>15,3</b>	<b>20,1</b>	<b>23,9</b>	<b>29,3</b>
Poistot	-5,7	-6,3	-6,8	-6,7	-6,0	-6,5
<b>Liikevoitto</b>	<b>7,3</b>	<b>8,3</b>	<b>8,5</b>	<b>13,5</b>	<b>17,9</b>	<b>22,8</b>
<i>Liikevoiton kertaerät</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>
<i>Liikevoitto ilman kertaerää</i>	<i>7,3</i>	<i>8,3</i>	<i>8,5</i>	<i>13,5</i>	<i>17,9</i>	<i>22,8</i>
Rahoituserät	-3,4	-3,0	-2,4	-1,8	-1,4	-1,3
Osuus osakkuusyhtiöiden tuloksesta	-0,4	0,0	0,3	0,0	0,0	0,0
<b>Voitto ennen veroja</b>	<b>5,6</b>	<b>7,4</b>	<b>7,7</b>	<b>12,5</b>	<b>17,5</b>	<b>22,3</b>
Muut erät	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Verot	-3,0	-2,0	-3,1	-4,3	-6,0	-7,6
Vähemmistöosuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Nettotulos</b>	<b>2,6</b>	<b>5,5</b>	<b>4,6</b>	<b>8,3</b>	<b>11,6</b>	<b>14,7</b>
<i>Nettotulos ilman kertaerää</i>	<i>2,6</i>	<i>5,5</i>	<i>4,6</i>	<i>8,3</i>	<i>11,6</i>	<i>14,7</i>
Satunnaiset erät	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
<b>Tilikauden tulos</b>	<b>2,6</b>	<b>5,5</b>	<b>4,6</b>	<b>8,3</b>	<b>11,6</b>	<b>14,7</b>
<i>Osakekohtainen tulos</i>	<i>0,02</i>	<i>0,05</i>	<i>0,04</i>	<i>0,08</i>	<i>0,11</i>	<i>0,13</i>
<b>Osakekohtainen tulos (oikaistu)</b>	<b>0,02</b>	<b>0,05</b>	<b>0,04</b>	<b>0,08</b>	<b>0,11</b>	<b>0,13</b>

## Tase

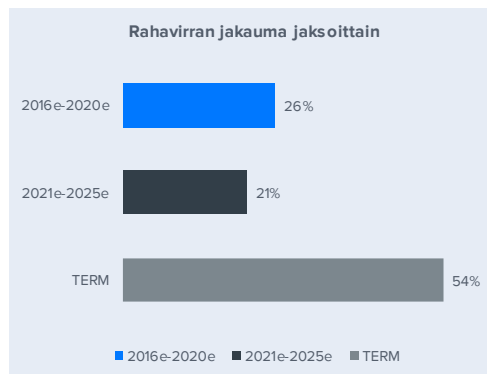
Vastaavaa (MEUR)	2013	2014	2015	2016e	2017e
<b>Pysyvät vastaavat</b>	<b>24</b>	<b>25</b>	<b>26</b>	<b>27</b>	<b>28</b>
Liikearvo	3	3	3	3	3
Aineettomat oikeudet	14	13	13	13	15
Käyttöomaisuus	2	2	1	2	3
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	1	1	1	1	1
Muut sijoitukset	0	0	0	0	0
Muut pitkäaikaiset varat	1	1	1	1	1
Laskennalliset verosaamiset	4	6	8	7	6
<b>Vaihtuvat vastaavat</b>	<b>44</b>	<b>53</b>	<b>60</b>	<b>64</b>	<b>75</b>
Varastot	0	0	0	0	0
Muut lyhytaikaiset varat	0	0	0	0	0
Myyntisaamiset	37	43	57	54	61
Likvidit varat	7	9	3	10	14
<b>Taseen loppusumma</b>	<b>68</b>	<b>78</b>	<b>86</b>	<b>90</b>	<b>103</b>

Vastattavaa (MEUR)	2013	2014	2015	2016e	2017e
<b>Oma pääoma</b>	<b>29</b>	<b>33</b>	<b>37</b>	<b>42</b>	<b>49</b>
Osakepääoma	2	2	2	2	2
Kertyneet voittovarot	28	32	34	39	46
Omat osakkeet	0	0	0	0	0
Uudelleenarvostusrahasto	0	0	0	0	0
Muu oma pääoma	-1	0	1	1	1
Vähemmistöosuus	0	0	0	0	0
<b>Pitkäaikaiset velat</b>	<b>8</b>	<b>5</b>	<b>4</b>	<b>7</b>	<b>7</b>
Laskennalliset verovelat	3	3	3	3	3
Varaukset	2	1	1	1	1
Lainat rahoituslaitoksilta	3	1	0	3	4
Vaihtovelkakirjalainat	0	0	0	0	0
Muut pitkäaikaiset velat	0	0	0	0	0
<b>Lyhytaikaiset velat</b>	<b>31</b>	<b>39</b>	<b>45</b>	<b>41</b>	<b>46</b>
Lainat rahoituslaitoksilta	5	6	7	2	3
Lyhytaikaiset korottomat velat	25	33	38	39	43
Muut lyhytaikaiset velat	0	0	0	0	0
<b>Taseen loppusumma</b>	<b>68</b>	<b>78</b>	<b>86</b>	<b>90</b>	<b>103</b>

## DCF-malli

Kassavirtalaskelma (MEUR)	2015	2016e	2017e	2018e	2019e	2020e	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	TERM
<b>Liikevoitto</b>	<b>8,5</b>	<b>13,5</b>	<b>17,9</b>	<b>22,8</b>	<b>32,8</b>	<b>36,9</b>	<b>33,6</b>	<b>29,1</b>	<b>21,4</b>	<b>22,0</b>	<b>22,5</b>	
+ Kokonaispoistot	6,8	6,7	6,9	6,2	8,2	9,6	10,3	11,0	11,5	11,9	12,2	
- Maksetut verot	-5,4	-3,2	-5,0	-5,6	-10,7	-11,8	-10,8	-9,3	-6,9	-7,1	-7,2	
- verot rahoituskuluista	-0,3	-0,3	-0,1	-0,2	-0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
+ verot rahoitusuotoista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,1	0,1	
- Käyttöpääoman muutos	-8,1	4,2	-3,7	-2,6	-3,4	-1,7	-1,8	-1,4	-0,9	-0,9	-0,6	
<b>Operatiivinen kassavirta</b>	<b>1,5</b>	<b>20,8</b>	<b>16,0</b>	<b>20,7</b>	<b>26,8</b>	<b>33,0</b>	<b>31,3</b>	<b>29,3</b>	<b>25,2</b>	<b>25,9</b>	<b>26,9</b>	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	-0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Bruttoninvestoinnit	-5,7	-8,0	-8,1	-11,9	-11,9	-11,4	-12,2	-12,5	-12,5	-12,8	-12,9	
<b>Vapaa operatiivinen kassavirta</b>	<b>-4,5</b>	<b>12,8</b>	<b>7,9</b>	<b>8,8</b>	<b>14,8</b>	<b>21,6</b>	<b>19,1</b>	<b>16,9</b>	<b>12,7</b>	<b>13,1</b>	<b>14,0</b>	
+/- Muut	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	-4,5	12,8	7,9	8,8	14,8	21,6	19,1	16,9	12,7	13,1	14,0	234,3
Diskontattu vapaa kassavirta		12,3	7,1	7,2	11,3	15,2	12,4	10,2	7,1	6,8	6,7	111,7
<b>Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta</b>	<b>207,8</b>	<b>195,5</b>	<b>188,5</b>	<b>181,2</b>	<b>169,9</b>	<b>154,7</b>	<b>142,3</b>	<b>132,2</b>	<b>125,1</b>	<b>118,3</b>	<b>111,7</b>	
<b>Velaton arvo DCF</b>	<b>207,8</b>											
- Korolliset velat												-7,2
+ Rahavarat												3,0
- Vähemmistöosuus												0,0
- Osinko/pääomapalautus												-3,3
<b>Oman pääoman arvo DCF</b>	<b>200,4</b>											
<b>Oman pääoman arvo DCF per osake</b>	<b>1,83</b>											

Pääoman kustannus (WACC)	
Vero-% (WACC)	25,0 %
Tavoitettu velkaantumisaste D/(D+E)	15,0 %
Vieraan pääoman kustannus	6,0 %
Yrityksen Beta	1,10
Markkinoiden riski-preemio	4,75 %
Likviditeettipreemio	0,50 %
Riskitön korko	3,0 %
Oman pääoman kustannus	8,7 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	8,1 %



## Arvostuskertoimet

Arvostustaso	2011	2012	2013	2014	2015	2016e	2017e	2018e
Osakekurssi	0,49	0,40	0,48	0,99	1,83	1,47	1,47	1,47
Markkina-arvo	52	43	51	107	201	161	161	161
Yritysarvo (EV)	44	46	54	105	204	156	153	152
P/E (oik.)	neg.	neg.	19,8	19,5	43,9	19,4	13,9	10,9
P/E	7,2	neg.	19,8	19,5	43,9	19,4	13,9	10,9
P/Kassavirta	3,0	-4,5	17,5	18,7	-44,8	12,5	20,3	18,3
P/B	1,3	1,6	1,8	3,2	5,4	3,8	3,3	2,8
P/S	0,7	0,5	0,6	1,2	2,1	1,4	1,2	1,1
EV/Liikevaihto	0,6	0,6	0,7	1,2	2,1	1,4	1,2	1,0
EV/EBITDA	2,7	3,4	4,2	7,2	13,4	7,7	6,2	5,1
EV/EBIT	15,6	neg.	7,4	12,6	24,0	11,6	8,5	6,7
Osinko/tulos (%)	44,0 %	0,0 %	41,3 %	39,4 %	72,0 %	52,8 %	66,2 %	66,7 %
Osinkotuotto-%	6,1 %	0,0 %	2,1 %	2,0 %	1,6 %	2,7 %	4,8 %	6,1 %

Lähde: Inderes

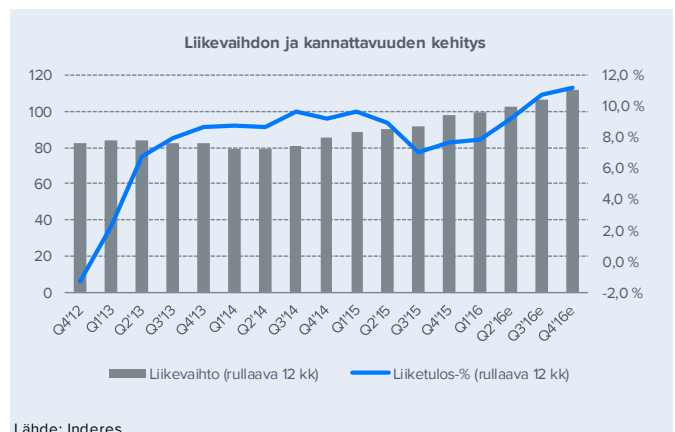
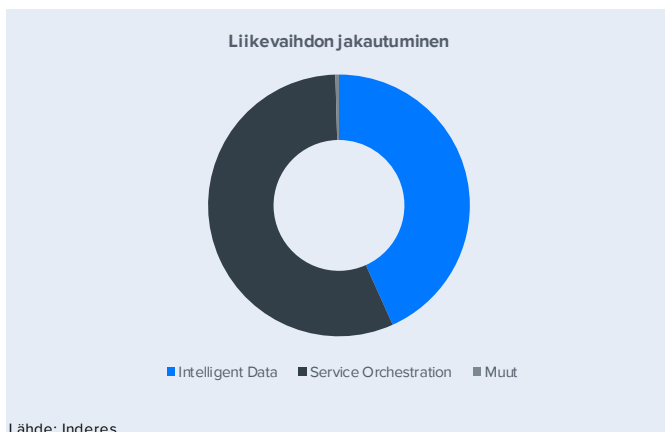
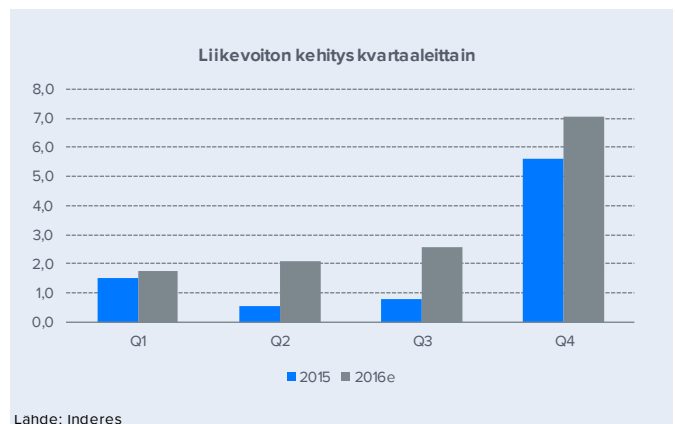
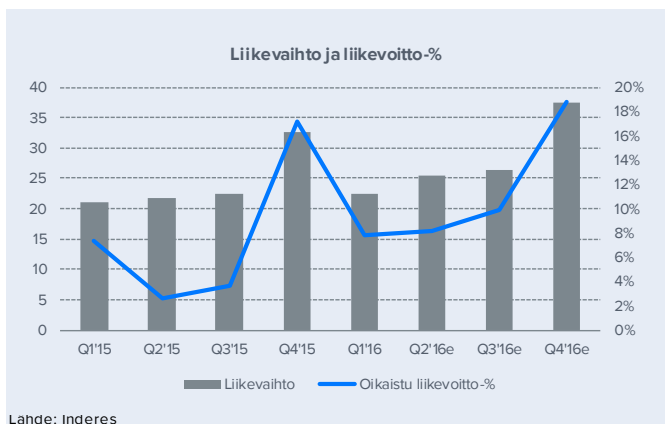
# Vuosineljännesennusteet ja tiivistelmä

## Neljänneksen ennusteet

Tuloskehitys kvartaalitasolla	2014	Q1'15	Q2'15	Q3'15	Q4'15	2015	Q1'16	Q2'16e	Q3'16e	Q4'16e	2016e	2017e	2018e
<b>Liikevaihto</b>	<b>85,7</b>	<b>21,0</b>	<b>21,7</b>	<b>22,4</b>	<b>32,6</b>	<b>97,8</b>	<b>22,4</b>	<b>25,4</b>	<b>26,3</b>	<b>37,5</b>	<b>111,7</b>	<b>129,9</b>	<b>148,1</b>
Intelligent Data	39,7	9,1	9,6	9,2	14,6	42,5	10,4	10,8	10,5	16,5	48,3	54,1	60,6
Service Orchestration	46,0	11,9	12,1	13,2	18,0	55,3	12,0	14,6	15,6	20,7	62,8	70,4	76,7
Muut	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,2	0,3	0,5	5,4	10,8
<b>Käyttökate</b>	<b>14,6</b>	<b>3,1</b>	<b>2,2</b>	<b>2,7</b>	<b>7,3</b>	<b>15,3</b>	<b>3,4</b>	<b>3,8</b>	<b>4,3</b>	<b>8,7</b>	<b>20,1</b>	<b>24,8</b>	<b>29,1</b>
Poistot ja arvonalennukset	-6,3	-1,6	-1,6	-1,8	-1,7	-6,8	-1,6	-1,7	-1,7	-1,7	-6,7	-6,9	-6,2
<b>Liikevoitto ilman kertaeriä</b>	<b>8,3</b>	<b>1,5</b>	<b>0,6</b>	<b>0,8</b>	<b>5,6</b>	<b>8,5</b>	<b>1,8</b>	<b>2,1</b>	<b>2,6</b>	<b>7,0</b>	<b>13,5</b>	<b>17,9</b>	<b>22,8</b>
<b>Liikevoitto</b>	<b>8,3</b>	<b>1,5</b>	<b>0,6</b>	<b>0,8</b>	<b>5,6</b>	<b>8,5</b>	<b>1,8</b>	<b>2,1</b>	<b>2,6</b>	<b>7,0</b>	<b>13,5</b>	<b>17,9</b>	<b>22,8</b>
Intelligent Data	0,0	0,9	0,6	0,9	3,5	5,8	1,7	1,7	1,7	4,3	9,4	10,6	11,5
Service Orchestration	0,0	1,1	0,5	0,6	2,9	5,1	0,7	1,3	1,6	3,4	7,0	8,1	8,9
Muut	8,3	-0,5	-0,5	-0,7	-0,8	-2,4	-0,7	-1,0	-0,7	-0,7	-3,0	-0,7	2,4
Nettorahoituskulut	-0,9	-0,7	-0,2	-0,3	0,0	-1,1	-0,3	-0,2	-0,2	-0,2	-0,9	-0,3	-0,4
<b>Tulos ennen veroja</b>	<b>7,4</b>	<b>0,8</b>	<b>0,4</b>	<b>0,5</b>	<b>5,9</b>	<b>7,7</b>	<b>1,4</b>	<b>1,9</b>	<b>2,4</b>	<b>6,8</b>	<b>12,5</b>	<b>17,6</b>	<b>22,4</b>
Verot	-2,0	-0,5	0,0	-0,6	-2,0	-3,1	-0,6	-0,8	-0,9	-2,0	-4,3	-6,0	-7,6
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
<b>Nettotulos</b>	<b>5,5</b>	<b>0,3</b>	<b>0,3</b>	<b>-0,1</b>	<b>4,0</b>	<b>4,6</b>	<b>0,8</b>	<b>1,1</b>	<b>1,5</b>	<b>4,8</b>	<b>8,3</b>	<b>11,6</b>	<b>14,8</b>
<b>EPS (oikaistu)</b>	<b>0,05</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,04</b>	<b>0,04</b>	<b>0,01</b>	<b>0,01</b>	<b>0,01</b>	<b>0,04</b>	<b>0,08</b>	<b>0,11</b>	<b>0,13</b>
<b>EPS (raportoitu)</b>	<b>0,05</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,04</b>	<b>0,04</b>	<b>0,01</b>	<b>0,01</b>	<b>0,01</b>	<b>0,04</b>	<b>0,08</b>	<b>0,11</b>	<b>0,13</b>

Tunnusluvut	2014	Q1'15	Q2'15	Q3'15	Q4'15	2015	Q1'16	Q2'16e	Q3'16e	Q4'16e	2016e	2017e	2018e
Liikevaihdon kasvu-%	3,7 %	16,6 %	5,5 %	10,3 %	21,7 %	14,1 %	6,6 %	16,9 %	17,5 %	15,0 %	14,2 %	16,3 %	14,0 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	13,7 %	59,7 %	-52,2 %	-63,7 %	42,3 %	2,4 %	14,6 %	268,9 %	219,7 %	25,5 %	58,1 %	33,0 %	27,4 %
Käyttökate-%	17,0 %	15,0 %	10,1 %	11,8 %	22,3 %	15,6 %	15,1 %	14,8 %	16,2 %	23,2 %	18,0 %	19,1 %	19,6 %
Oikaistu liikevoitto-%	9,7 %	7,3 %	2,6 %	3,6 %	17,2 %	8,7 %	7,8 %	8,2 %	9,8 %	18,8 %	12,1 %	13,8 %	15,4 %
Nettotulos-%	6,4 %	1,6 %	1,6 %	-0,3 %	12,2 %	4,7 %	3,7 %	4,3 %	5,7 %	12,9 %	7,4 %	8,9 %	10,0 %

Lähde: Inderes





## Tiivistelmä

Tuloslaskelma	2013	2014	2015	2016e	2017e
Liikevaihto	82,7	85,7	97,8	111,7	130,0
EBITDA	13,0	14,6	15,3	20,2	24,8
EBITDA-marginaali (%)	15,7	17,0	15,6	18,1	19,0
EBIT	7,3	8,3	8,5	13,5	17,9
Voitto ennen veroja	5,6	7,4	7,7	12,6	17,6
Nettovoitto	2,6	5,5	4,6	8,3	11,6
Kertaluontoiset erät	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

Tase	2013	2014	2015	2016e	2017e
Taseen loppusumma	67,9	77,6	86,4	90,4	102,3
Oma pääoma	28,9	33,3	37,3	42,3	49,6
Liikearvo	2,6	2,6	2,6	2,6	2,6
Korolliset velat	8,8	7,6	7,2	5,2	6,1

Kassavirta	2013	2014	2015	2016e	2017e
EBITDA	13,0	14,6	15,3	20,2	24,8
Nettokäyttöpääoman muutos	1,1	1,4	-8,1	4,2	-3,7
Operatiivinen kassavirta	9,9	11,9	1,5	20,9	16,0
Vapaa kassavirta	2,9	5,7	-4,5	12,9	7,9

**Yhtiökuvaus**  
 Comptel on televiestintään erikoistunut ohjelmistoyhtiö. Yhtiö kehittää, myy ja toimittaa teleoperaattoreiden liiketoimintaa tukevia tuotteita ja palveluita globaalisti. Yhtiön ohjelmistot yhdistävät fyysiset tietoliikenneverkot operaattoreiden asiakasjärjestelmiin. Yhtiö työllistää yli 600 henkeä 20 maassa ja se on palvellut lähes 300 teleoperaattoria lähes 100 maassa historiansa aikana. Comptelin liiketoimintamalli perustuu ohjelmistolisensseihin ja niiden toimitusprojekteihin sekä ylläpitoliiketoimintaan, joka käsittää tukipalvelut, ylläpidon ja jatkuvat Managed Services -palvelusopimukset.

Osakekohtaiset luvut	2013	2014	2015	2016e	2017e
EPS	0,02	0,05	0,04	0,08	0,11
EPS oikaistu	0,02	0,05	0,04	0,08	0,11
Operat. kassavirta per osake	0,09	0,11	0,01	0,19	0,15
Tasearvo per osake	0,27	0,31	0,34	0,39	0,45
Osinko per osake	0,01	0,02	0,03	0,04	0,07
Voitonjako, %	41	39	72	53	66
Osinkotuotto, %	2,1	2,0	1,6	2,7	4,8

Tunnusluvut	2013	2014	2015	2016e	2017e
P/E	19,8	19,5	43,9	19,4	13,9
P/B	1,8	3,2	5,4	3,8	3,3
P/Liikevaihto	0,6	1,2	2,1	1,4	1,2
P/CF	5,2	8,9	133,4	7,7	10,1
EV/Liikevaihto	0,7	1,2	2,1	1,4	1,2
EV/EBITDA	4,2	7,2	13,4	7,7	6,2
EV/EBIT	7,4	12,6	24,0	11,6	8,5

Suurimmat omistajat	%-osakkeista
Mandatum Life Insurance Company Limited	19,1 %
Elisa	13,3 %
Kaleva Mutual Insurance Company	8,1 %
Varma Mutual Pension Insurance Company	4,8 %
FIM	3,3 %

## Johdon haastattelut (pörssikanava.fi)

### Q1'16-tulosjulkistus



### Q4'15-tulosjulkistus



### Q2'15-tulosjulkistus



# Vastuuvapauslauseke

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

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

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

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

Inderes antaa seuraamilleen osakkeille tavoitehinnan. Inderesin käyttämä suositusmetodologia perustuu osakkeen tämänhetkisen hinnan ja 12 kuukauden tavoitehintamme väliseen prosenttiero. Suosituspolitiikka on neliportainen suosituksin myy, vähennä, lisää ja osta. Inderesin sijoitussuosituksia ja tavoitehintoja tarkastellaan pääsääntöisesti vähintään neljä kertaa vuodessa yhtiöiden

osavuositarkastusten yhteydessä, mutta suosituksia ja tavoitehintoja voidaan muuttaa myös muina aikoina markkinatilanteen mukaisesti. Annetut suositukset tai tavoitehinnat eivät takaa, että osakkeen kurssi kehittyisi tehdyn arvion mukaisesti. Inderes käyttää tavoitehintojen ja suositusten laadinnassa pääsääntöisesti seuraavia arvonmääritysmenetelmiä: Kassavirta-analyysi (DCF) ja lisäärvomalli (EVA), 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 jakaamaan suhteessa osakkeen nousuvaraan 12-kk tavoitehintaan:

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

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

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

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

# Inderes Oy

Inderesin tavoitteena on tehdä Helsingin pörssistä parempi markkinapaikka. Edistämme suomalaisen pääomamarkkinan toimintaa toimimalla informaatiolinkkinä yritysten ja sijoittajien välillä sekä löytämällä sijoittajille parhaat sijoituskohteet. Vuonna 2009 perustettu yhtiö on työntekijöiden omistama.

## Inderes Oy

Itämerenkatu 5

00180 Helsinki

+358 10 219 4690

twitter.com/inderes

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



**2015**

#1 ennustetarkkuus



**2016, 2015, 2014**

#1 ennusteet ja  
suositukset



**2016, 2014**

#1 suositustarkkuus



**2016, 2012**

#1-2 suositustarkkuus



**2016, 2012**

#1-2 suositustarkkuus



inde  
res.

**Palkittua  
analyysiä.**