

Tecnotree

Seurannan aloitus

30.3.2021



Joonas Korkiakoski
+358 40 182 8660
joonas.korkiakoski@inderes.fi

✓ Inderes Yhtiöasiakas

inde
res.

Suorituskykyinen feenikslintu

Aloitamme Tecnotreen seurannan 0,68 euron tavoitehinnalla ja osta-suosituksella. Yhtiö on viimeisten vuosien aikana tehnyt liudan onnistuneita strategisia liikkeitä. Näiden myötä teknologinen kilpailukyky on parantunut, liiketoiminnan rakenne muuttunut aikaisempaa paremmaksi ja operatiivinen tekeminen noussut kokonaan uudelle tasolle. Nykyinen suorituskyky, toimintamallin skaalautuvat osat sekä terveet kysyntäajurit huomioiden myös lähivuosien tuloskasvunäkymä on hyvä. Osakkeen arvostuksessa nämä tekijät eivät kuitenkaan tällä hetkellä juuri näy, mikä tekee tarjolla olevasta tuotto/riski-suhteesta mielestämme erittäin houkuttelevan.

Teleoperaattoreihin keskittynyt IT-ratkaisutoimittaja

Tecnotree on globaalisti operoiva ja teleoperaattoreiden palvelemiseen keskittynyt IT-ratkaisutoimittaja. Asiakkaalleen yhtiö tarjoaa itse kehittämiään pilvipohjaisia järjestelmiä nykyisten tuotteiden, asiakkaiden ja laskutuksen hallintaan, näiden taustalla olevien prosessien digitalisoimisiin sekä liiketoimintamallien asteittäisiin muokkaamisiin. Tecnotreen toimittamat ratkaisut ovat luonteeltaan liiketoimintakriittisiä, mikä nostaa operaattorin kohtaamia vaihdon kustannuksia ja tekee asiakassuhteista tyypillisesti hyvin pitkäkestoisia. Toisaalta samat tekijät vaikeuttavat osaltaan uusien asiakkaiden hankintaa. Mielestämme Tecnotreen keskeisimpiä vahvuuksia ovat teknologisesti kyvykäs tuoteportfolio, vankka toimialaosaaminen, pitkät asiakassuhteet sekä kooltaan pienelle toimijalle elintärkeä kulutehokkuus. Keskeisimpinä riskeinä pidämme puolestaan erittäin keskittynyttä asiakasportfoliota, operaattoreiden investointeihin liittyvää syklistä ja kehittyvien maiden poliittista ja lainsäädännöllistä epävakautta (mm. lähdeverotus ja kassavirran kotiuttaminen).

Kasvuyhtiö terveillä kysyntäajureilla

Tecnotreen kohdemarkkinan tulevien vuosien kasvuvauhdin on arvioitu olevan yli 10 % vuodessa. Kasvun taustalla on kaksi selkeää ja tervettä pääajuria: 1) operaattoreiden ansaintojen siirtymiset perinteisistä viestintäratkaisuista kokonaan uusiin digitaalisiin palveluihin sekä 2) järjestelmäratkaisuiden pilvitransformaatio. Alueellisesti kasvun on arvioitu olevan vauhdikkainta kehittyvillä talousalueilla, mikä tekee Tecnotreen strategisesta asemoitumisesta järkevän. Rakenteeltaan toimiala on puolestaan hyvin hajanainen ja kilpailutilanne kova, mitä mukaillen myös kestävien kilpailuetujen rakentaminen on arviomme mukaan haastavaa. Lähivuosina odotamme Tecnotreen liikevaihdon pysyvän hyvässä kasvussa nykyisten ja uusien asiakkaiden nousujohteisten investointien sekä omien vahvuuksien ajamana. Tämän odotamme skaalautuvan tulokseen hyvin, vaikka samaan aikaan uskommekin yhtiön jatkavan johdonmukaisesti sekä kilpailukykyä että omia resursseja vahvistavien investointien toteuttamista.

Tuotto/riski-suhde on kohdillaan

Ennusteidemme mukaiset P/E-luvut vuosille 2021 ja 2022 ovat 10x ja 9x, kun taas vastaavat EV/EBIT-kertoimet ovat 7x ja 6x. Nämä tasot ovat absoluuttisesti hyvin matalia, eivätkä ne mielestämme ole linjassa yhtiön tämänhetkisen suorituskyvyn ja pidemmän aikavälin potentiaalinsa kanssa. Aliarvostuksesta kielivät myös DCF-mallimme indikoima arvo, lähivuosien tuloskasvuodotuksiimme suhteutettu 0,8x PEG-kerroin sekä kapeasta verrokkiryhmästä saatava viitekehys. Arvostuskertoimien oleellisesta nousuvarasta ja tuloskasvusta muodostuva tuotto-odotus on mielestämme noin kaksinkertainen suhteessa oman pääoman tuottovaateeseen. Tätä peilaten pidämme tarjolla olevaa tuotto/riski-suhdetta erittäin houkuttelevana.

Suositus

Osta

(aik.)

0,68 EUR

(aik. EUR)

Osakekurssi:

0,56



Avainluvut

	2020	2021e	2022e	2023e
Liikevaihto	52,8	57,9	62,6	67,1
kasvu-%	12 %	10 %	8 %	7 %
EBIT oik.	19,3	21,2	24,3	27,2
EBIT-% oik.	36,6 %	36,7 %	38,9 %	40,5 %
Nettotulos	13,6	15,3	17,6	19,7
EPS (oik.)	0,05	0,06	0,06	0,07

P/E (oik.)	13,6	10,0	8,7	7,8
P/B	9,7	4,3	2,9	2,1
P/Kassavirta	33,3	15,0	10,4	8,9
EV/EBIT (oik.)	10,2	7,0	5,5	4,4
EV/EBITDA	9,7	6,3	5,0	3,9
EV/Liikevaihto	3,7	2,6	2,2	1,8

Lähde: Inderes

Ohjeistus

(Ennallaan)

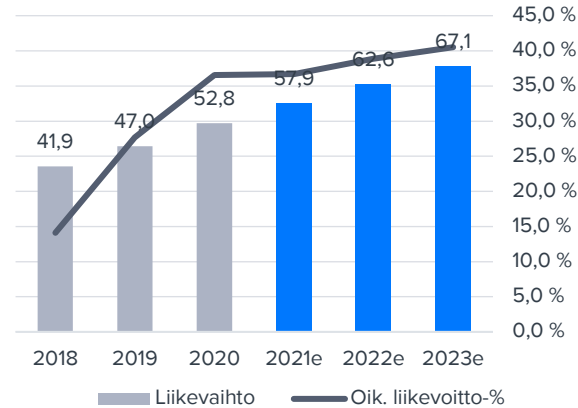
Tecnotree pidättäytyy toistaiseksi antamasta ohjeistusta.

Osakekurssi



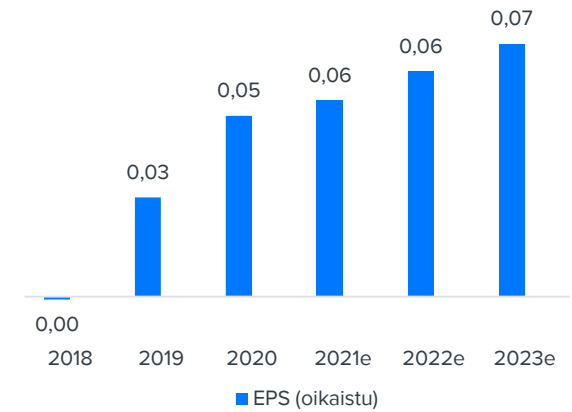
Lähde: Thomson Reuters

Liikevaihto ja liikevoitto-%



Lähde: Inderes

Osakekohtainen tulos



Lähde: Inderes



Arvoajurit

- Toimialan orgaaniset ajurit ovat vahvoja ja pidemmän aikavälin kasvunäkymä on hyvä
- Yhtiön liiketoimintamalli on skaalautuva ja kustannustehokas
- Jatkuvien tulovirtojen kasvattaminen
- Teknologisesti kyvykäs tuoteportfolio
- Pitkät asiakassuhteet omilla alueillaan vahvojen operaattoreiden kanssa

Riskitekijät

- Asiakasportfolion rakenne on hyvin keskittynyt
- Tuotekehitystyössä ja toimialan lukemisessa epäonnistuminen
- Kulutehokkaan toimintamallin rappeutuminen
- Operaattoreiden investoinneissa on tiettyä syklisyyttä
- Kehittyvien maiden poliittiset ja lainsäädännölliset uhat
- Kassavirran kotiuttaminen

Arvostus

- Arvostuskertoimet ovat matalat toteutuneellakin tuloksella
- Arvostus ei mielestämme oikealla tavalla huomioi yhtiön nykyistä kuntoa ja pidemmän aikavälin potentiaalia
- Osake hinnoitellaan alle käyvän arvonsa
- Arvostuskertoimissa oleellista nousuvaraa

Sisällysluettelo

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli	5-10
Sijoitusprofiili	11-14
Toimiala ja kilpailukenttä	15-19
Strategia	20-21
Taloudellinen tilanne	22-24
Ennusteet	25-29
Ennusteet ja arvonmääritys	30-36
Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria	37

Tecnotree lyhyesti

Tecnotree on kansainvälisesti operoiva ja teleoperaattoreiden palvelemiseen keskittynyt IT-ratkaisutoimittaja

1978

Perustamisvuosi

2001

Listautuminen

12 %

Liikevaihdon keskimääräinen kasvu 2018-2020

81 %

Oikaistun liikevoiton keskimääräinen kasvu 2018-2020

52,8 MEUR

Liikevaihto 2020

19,3 MEUR (36,6 % liikevaihdosta)

Oikaistu liikevoitto 2020

659

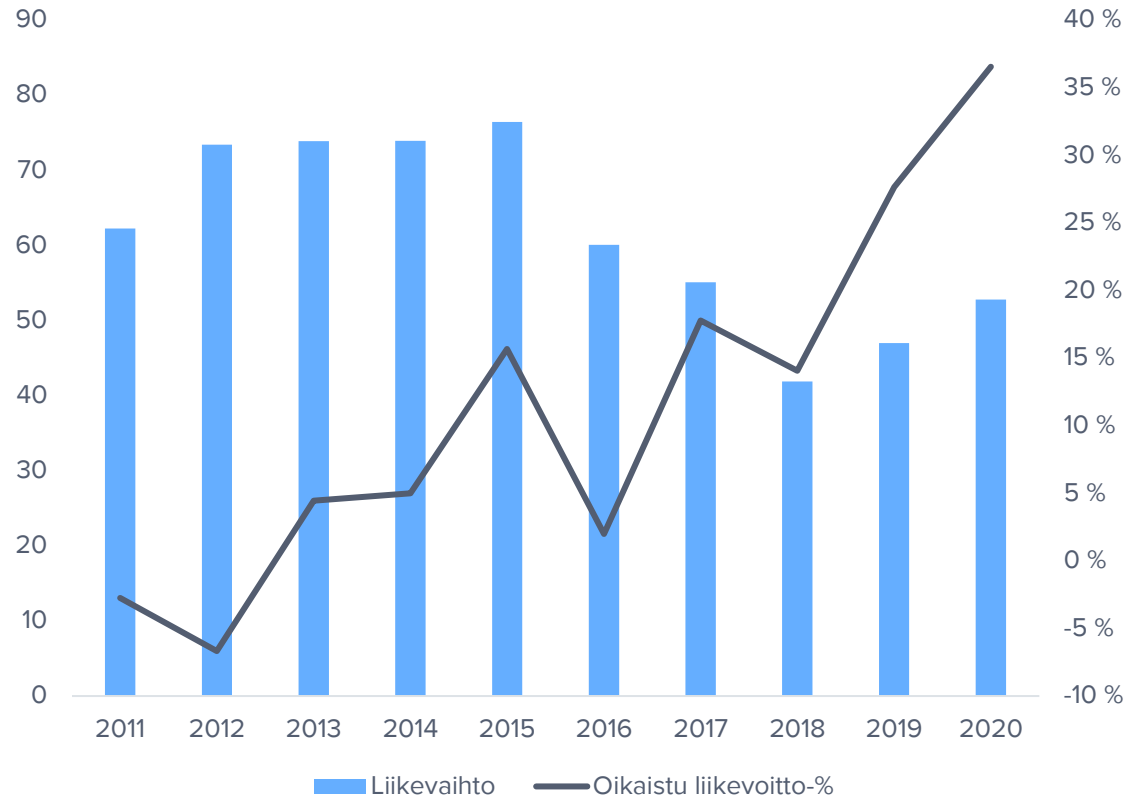
Henkilömäärä vuoden 2020 lopussa

Vuodet 2011-2017

- Vuosina 2011-2016 useita projektiriskejä realisoituu ja ne johtavat rahoitusvaikeuksiin
- Vanha VAS-liiketoiminta laskee
- Onnistuneet investoinnit tuotekehitykseen ja liiketoiminnan tuotteistamiseen luovat pohjaa nykyiselle suorituskyvylle
- Rakenteiden tehostamistyö aloitetaan

Vuodet 2018-2020

- Rakenteiden tehostamista jatketaan onnistuneesti ja tuloskehitys on vahvaa
- BSS-ratkaisut osoittavat kilpailukykynsä ja liikevaihto palaa kasvu-uralle
- Lähdeverorasitusta kevennetään ja kassavirtaprofiili paranee
- Saneerausohjelman vaateita hoidetaan ongelmitta



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 1/5

Yhtiökuvaus

Teleoperaattoreiden ratkaisutoimittaja

Tecnotree on kansainvälisesti operoiva ja teleoperaattoreiden palvelemiseen keskittynyt IT-ratkaisutoimittaja. Asiakkailleen Tecnotree tarjoaa pilvipohjaisia järjestelmiä nykyisten tuotteiden, asiakkaiden ja laskutuksen hallintaan, näiden taustalla olevien prosessien digitalisointiin sekä asiakkaan kokeman arvon kasvattamiseen.

Tecnotreen tuotteilla teleoperaattoreilla on sauma myös liiketoimintamallinsa asteittäisiin muokkaamiseen. Tästä konkreettinen esimerkki on se, että yhtiön ratkaisupaletilla asiakkaat voivat luoda omaan toimintaansa digitaalisia markkinapaikkoja ja erilaisia mikropalveluita. Tämä mahdollistaa sekä yksilöllisempien että joustavampien palvelukokonaisuuksien tarjoamisen. Varsinaisten järjestelmäratkaisuiden ja niihin liittyvien käyttöönottopalveluiden lisäksi yhtiö tarjoaa myös konsultatiivista työtä. Kolmansien osapuolien järjestelmäintegraatioita yhtiö ei sen sijaan tarjoa.

Tecnotreen tarjoaman keihäänkärkenä on Digital BSS Suite 5 -palvelualusta, joka koostuu useista erilaisista ja käytännössä kaikki asiakkaan ydinprosessit (ts. cash-to-order) kattavista digitaalisista BSS-ratkaisuista (Business Support System). Tämä tarkoittaa sitä, että yhtiön tuoteportfolio kattaa kaikki teleoperaattoreiden keskeiset liiketoiminnan hallintajärjestelmät ja niiden elinkaarten vaiheet. Yhtiön tuotteet eivät ole riippuvaisia teleoperaattorien omista verkkoteknologioista. Yhdessä nämä tekijät

lisäävät yhtiön kilpailukykyä suhteessa sellaisiin toimijoihin, jotka ovat kiinni vain tietyissä järjestelmissä, verkkoteknologioissa ja / tai liiketoimintaprosessien osissa. Käsitteemme mukaan Tecnotreen nykyratkaisut ovat kohtuullisen pienellä vaivalla mukautettavissa myös muihin teollisiin vertikaaleihin (esim. finanssisektori), mikä mahdollistaa yhtiölle pidemmällä jännteellä liiketoimintamahdollisuuksien kartoittamisen teleoperaattorikentän ulkopuolelta.

Tecnotreen pääkonttori sijaitsee Espoossa. Tämän lisäksi yhtiöllä on yhteensä kymmenen tuotekehitys- ja myyntikonttoria viidellä eri mantereella. Vuoden 2020 lopussa yhtiö työllisti hieman yli 650 henkilöä.

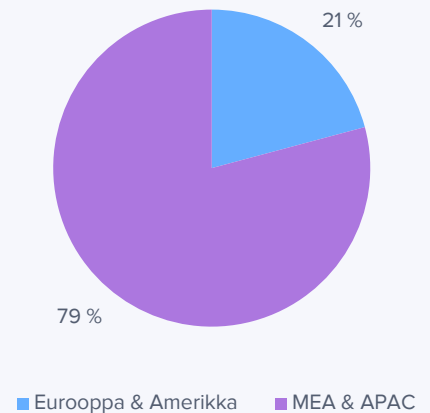
Suurimmat asiakkaat ovat isoja ja liikevaihto pääosin kehittyviltä alueilta

Vuonna 2020 Tecnotreen liikevaihto oli 53 MEUR ja oikaistu liikevoitto 19 MEUR. Maantieteellisesti Tecnotree raportoi liikevaihtonsa kahden alueen kautta, jotka ovat Eurooppa ja Amerikka sekä MEA & APAC. Näistä alueista Tecnotreelle tärkeämpi palsta on MEA & APAC, joka muodosti vuoden 2020 liikevaihdosta yhteensä noin 80 %. Alueen sisällä yhtiölle tärkeitä lohkoja ovat erityisesti Lähi-itä ja Afrikan kehittyneemmät osat. Eurooppa ja Amerikka muodosti vuoden 2020 liikevaihdosta puolestaan noin 20 %. Tämän alueen sisältä Tecnotreen tärkeimmät markkinat löytyvät Väli- ja Etelä-Amerikasta. Näin ollen merkittävä osa yhtiön liikevaihdosta tulee kehittyviltä alueilta. Näillä alueilla alla oleva markkina kasvaa vauhdikkaasti ja ratkaisuiden tekninen vaatimustaso on korkea.

Tecnotree

- Monikymmenvuotinen operatiivinen historia ja asiakkaiden liiketoimintojen syvä ymmärtäminen
- Asiakkaan näkökulmasta ratkaisut ovat liiketoimintakriittisiä
- Pilvipohjainen palvelualusta on kilpailukykyinen
- Asiakassuhteet suurimpien asiakkaiden kanssa ovat kestäneet vaikeatkin ajat
- Yhtiö on muuttunut projektitalosta selvemmin ohjelmistotaloksi

Liikevaihdon maantieteellinen jakauma 2020



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 2/5

Toisaalta toiminnan ennustettavuus on poliittisten ja lainsäädännöllisten muuttujien takia kehittyviä alueita haastavampaa. Tätä peilaten kehittyville markkinoille asemoituminen tuo Tecnotreelle mielestämme mukanaan sekä hyviä pidemmän aikavälin mahdollisuuksia, mutta myös riskiprofiiliin kohottavasti vaikuttavia elementtejä. Valuuttamielessä suurin osa yhtiön liikevaihdosta tulee puolestaan Yhdysvaltain dollareissa.

Tecnotreen asiakasportfolio on hyvin keskittynyt, sillä vuonna 2020 kahden suurimman asiakkaan liikevaihto oli yhteensä 76 %. Arviomme mukaan yhtiön suurimmat asiakkaat ovat eteläafrikkalainen MTN Group sekä meksikolainen America Movil -konserni. Molemmat yhtymät ovat valtavia ja omilla mantereillaan johtavissa asemissa olevia toimijoita. Lisäksi näiden operaattoreiden alla on yhteensä kymmeniä paikallisoperaattoreita. Tätä heijastellen myös Tecnotreen tosiasiallinen asiakasportfolio on raportoitua hajautetumpi ja asiakkaita yhtiöllä on yhteensä yli 60. Tämän dynamiikan ohella Tecnotreen asiakasriskiä tasaa mielestämme jossain määrin myös yhtiön tarjoamien ratkaisuiden liiketoimintakriittinen rooli. Tämä kohottaa asiakkaan kohtaamia vaihdon kustannuksia sekä tuo asiakassuhteisiin hyvinkin voimakasta pitoa ja pitkäikäisyyttä. Toisaalta samat tekijät vaikeuttavat osaltaan uusien asiakkaiden hankkimista. Lyhyellä aikavälillä yhtiön omaa suuntaa ohjaakin vahvasti suurimpien asiakkaiden näkymät ja investointiaktiiviteetti, sillä ansaintalogiikasta ja osin myös yhtiön omista resursseista johtuen asiakaspohjan merkittävä laajentaminen nopealla aikataululla on arviomme

mukaan vaikeaa. Isossa kuvassa pidämmekin asiakasrakennetta riskiprofiilia selvästi kohottavana elementtinä suurimpien asiakkaiden vankoista asemista ja asiakassuhteisiin vaikuttavista tekijöistä huolimatta.

Liiketoimintamalli

Alla erilaisia liikevaihtovirtoja

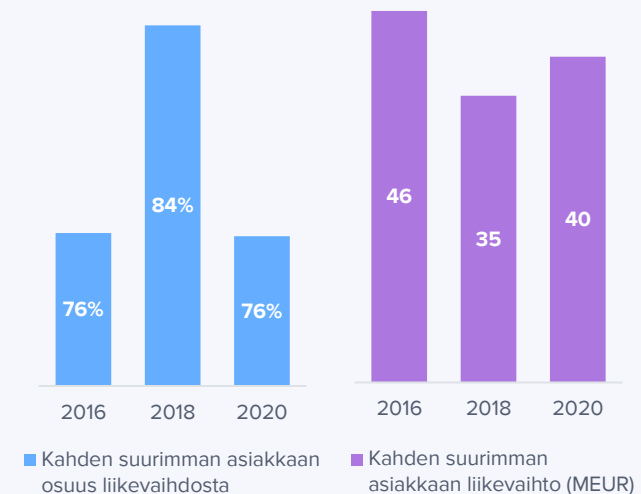
Tecnotreen ansaintamalli rakentuu luonteeltaan muutaman erilaisen tulovirran varaan. Yhtiön kannalta arvokkaimmat ja myös luonteeltaan ennustettavimmat tulovirrat tulevat omien pilvipohjaisten ja vanhemman sukupolven ratkaisujen kautta. Täältä tuleva liikevaihto on arviomme mukaan kahdenlaista. Käsitksemme mukaan ne koostuvat aina järjestelmän kertaluontoisesta ja siten projektinomaisesta käyttöönnotosta sekä siihen liitännäisistä palvelutoimituksista (mm. ohjelmistolisenssin myynti ja ylläpitopalvelut). Myynnin tuloutumisen logiikka on sellainen, että lisenssimyynti näkyy liikevaihtovirtoilla nopeasti, kun taas integrointityö valuu liikevaihtoon arviomme mukaan noin 8-9 kuukauden kuluttua. Lisenssimyynnin tulovirrat ovat arviomme mukaan myös tietyin raja-astein sidottuja operaattoreiden asiakasmääriin, mikä mahdollistaa kasvun operaattoreiden mukana ilman varsinaista uusmyyntiä. Jatkuvien liikevaihtovirtojen osuus Tecnotreen toiminnasta on arviomme mukaan hieman yli 50 %. Pidemmällä aikavälillä uskomme yhtiön pyrkivän liikkumaan nykyisestä lisenssimallista kohti paremmin skaalautuvaa SaaS-mallia ja tähän myös toimialalla käynnissä oleva pilvitransformaatio tarjoaa



Tecnotreen asiakkaita*



*Asiakkaina yhteensä yli 60 teleoperaattoria ja käyttäjiä > 800 miljoonaa



Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 3/5

mielestämme terveen markkina-alustan. Muutos täysiveriseksi SaaS-taloksi tulee kuitenkin viemään aikaa, eikä yhtiötä vielä toistaiseksi ole perusteltu katsoa tämän toimintamallin tai siihen liittyvän potentiaalin kautta.

Tuotekehitys ja myynti ovat ydintoimintoja

Tecnotreen liiketoimintamalli on mielestämme ohjelmistoalan tuotantotalolle varsin tyypillinen, sillä yhtiö kehittää, myy ja ylläpitää itse luomiaan tuoteratkaisuja. Operaattorin näkökulmasta Tecnotreen BSS-ratkaisut ovat hyvin merkittävässä roolissa, sillä ilman niitä liiketoimintaa on käytännössä mahdotonta ohjata. BSS-ratkaisuilla asiakkaat pyrkivät myös lisäämään toimintansa kustannustehokkuutta ja tekemään siitä kauttaaltaan reagoitukykyisempää (mm. uusien palveluiden lyhyempi markkinoillesaattoaika). Yleisesti ottaen kovan kilpailutilanteen teleoperaattorimarkkinalla tämä on kriittinen kulma, mutta erityisen korostunut se on arviomme mukaan juuri Tecnotreen asiakkuuksissa, jotka toimivat nopeasti kehittyvien ja suhteellisen matalien asiakaskohtaisten liikevaihtojen (ts. ARPU) markkinalla.

Arviomme mukaan tämä tausta onkin tehnyt BSS-ratkaisuihin liittyvästä päätöksenteosta ensisijaisesti strategisen kysymyksen. Uskommekin, että hintaa merkittävämpiä kilpailutekijöitä ovat tuotteen teknologiset kyvykkyydet sekä asiakkaan liiketoiminnan hyvä ymmärtäminen. Tämä kokonaisuus tekee Tecnotreen omasta arvoketjuasemasta mielestämme isossa kuvassa kohtuullisen, vaikka

suora neuvotteluvoima suurimpien asiakkaiden puristuksessa onkin rajallinen.

Edellä juoksutettua dynamiikkaa mukaillen Tecnotreen ydintoiminnot ovat mielestämme tuotekehitys ja myynti. Yhtiön ansaintamallin toimivuuden kannalta tuotekehitystyön rooli on kriittinen. Siinä onnistuminen luo elintärkeää perustaa tuoteportfolion kilpailukyvyille, asiakashankinnassa ja -pidossa onnistumiselle sekä näiden myötä myös pidemmän aikavälin omistaja-arvon luomiselle. Operatiivisena prosessina tuotekehitys on luonteeltaan jatkuvaa ja arviomme mukaan sen keskiössä ovat sekä tiiviit dialogit asiakkaiden kanssa että toimialan ja sen suuntausten ennakoiminen. Operaationa tuotekehitystyö vaatii taakseen jonkin verran osaavaa henkilökuntaa, mitä peilaten sekä tämän funktion purevuuden että operatiivisen kyvykkyyden säilyttäminen vaatii yhtiöltä onnistumisia myös rekrytoinneissa. Tecnotreen pitkä operatiivinen historia sekä viime vuosina parantunut taloudellinen suorituskyky ovat mielestämme vähintäänkin hyviä osoituksia oman teknologian arvosta ja siten tuotekehitystyön hallitsemisesta.

Tecnotreen tuoteratkaisuiden liiketoimintakriittistä roolia linjaten yhtiön myynnin tulokulma on arviomme mukaan hyvin konsultoiva ja ratkaisukeskeinen. Tämä korostaakin asiakkaan liiketoiminnan syväluontoista ymmärtämistä osana toimivaa myyntiprosessia. Arviomme mukaan yhtiön myyntisyklit ovat verrattain pitkiä ja myös uudet asiakkuudet käynnistyvät tyypillisesti pienemmistä ratkaisuista ja etenevät myöhemmin



BSS-ratkaisuiden pääelementit

Tuotteen hallinta



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

Tilauksen hallinta



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

Tulovirran hallinta



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

Asiakkaan hallinta



- Uusien palveluiden luonti
- Keskiössä asiakastytyväisyyden ja -pysyvyyden parantaminen
- Operaattorin arvonluonnin kannalta oleellisin palanen

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 4/5

kokoluokaltaan suurempaan myyntiin. Pitkät myyntisyklit heijastuvat asiakkaiden omaan riskienhallintaan (mm. saumattoman prosessivirran turvaaminen), sillä liiketoimintakriittisiä järjestelmiä yleensä vaihdetaan / päivitetään aina vaiheittain. Isoilla operaattoreilla on tyypillisesti myös useita strategisia järjestelmätoimittajia. Tecnotreen myyntistrategia koostuu puolestaan omasta verkostosta sekä kumppanien kanavista.

Koska Tecnotreen liiketoimintamallin perusluonne on varsin geneerinen, ei se mielestämme itsessään erota yhtiötä kilpailijoista tai tuo selkeitä kilpailuetuja. Tecnotreen keskeisimmät vahvuudet tulevatkin arviomme mukaan teknologisesti kyvykkästä tuoteportfoliosta, vankasta toimialaosaamisesta, pitkistä asiakassuhteista sekä pienelle toimijalle elintärkeästä ketterydestä.

Kulurakenne luonteeltaan kiinteä

Tecnotreen kulurakenne on ohjelmistoyhtiölle ja henkilöintensiiviselle liiketoiminnalle hyvin tavanomainen. Arviomme mukaan yhtiön kustannuksista yhteensä yli 70 % on kiinteitä, kun taas muuttuvien kustannusten osuus on alle 30 %. Kiinteiden kustannusten korkeaa osuutta selittää yhtiön ansaintamalli, joka vaatii taakseen verrattain paljon kiinteäpalkkaisia asiantuntijaresursseja. Suurin osa yhtiön kiinteistä kuluista kohdistuvatkin arviomme mukaan tuotekehitys- ja myyntiorganisaatioon. Näistä resursseista valtaosa istuu hyvän teknologisen osaamistason ja samalla erittäin kustannuskilpailukykyisen palkkatason Intiassa. Tämä luokin yhtiölle mielestämme tiettyä

kulupuolen suhteellista etumatkaa verrattuna sellaisiin länsimaisiin kilpailijoihin, joiden vastaavat resurssit istuvat lähtökohtaisesti selvästi korkeamman kustannustason alueilla. Kestäväksi tätä kulupuolen etumatkaa ei mielestämme kuitenkaan voida sanoa, kun huomioidaan Intian länsimaita vauhdikkaampi palkkainflaatio sekä Tecnotreen organisaatiomallin osittaiseen kopiaimiseen liittyvät tekijät.

Kiinteä kulurakenne ja korkeiden bruttokatteiden liiketoiminta tarkoittaa sitä, että liikevaihdon kasvun skaalautuu tulokseen hyvin mallikkaasti, mikäli uusmyynti ei vaadi taakseen oleellisia etupainotteisia panostuksia myyntiin tai tuotekehitykseen. Tämä logiikka toimii tietysti myös toiseen suuntaan ja laskevan liikevaihdon ympäristössä lyhyen tähtäimen katetasojen puolustaminen voi olla vaikeaa. Tecnotreen liiketoiminta on kuitenkin jatkuvien liikevaihtovirtojen ja pitkien asiakassuhteiden myötä kohtuullisen ennakoitavaa. Tätä peilaten on mielestämme todennäköisempää, että lyhyellä tähtäimellä katetasoa rasittavat yhtiön omat taktiset / strategiset valinnat (esim. investoinnit henkilöstöön) kuin liikevaihtovirtojen muutokset.

Käyttöpääomaa sitoutuu paljon

Pääoman sitoutumisen näkökulmasta Tecnotreen toiminta on käyttöpääomariippuvaista. Historiallisesti yhtiön toimintaan on sitoutunut nettokäyttöpääoma noin 29 %, kun taas vuonna 2020 nettokäyttöpääoma kohosi 34 %:iin. Tätä selittää sekä Tecnotreen suurimpien asiakkaiden suuri suhteellinen neuvotteluvoima (ts.

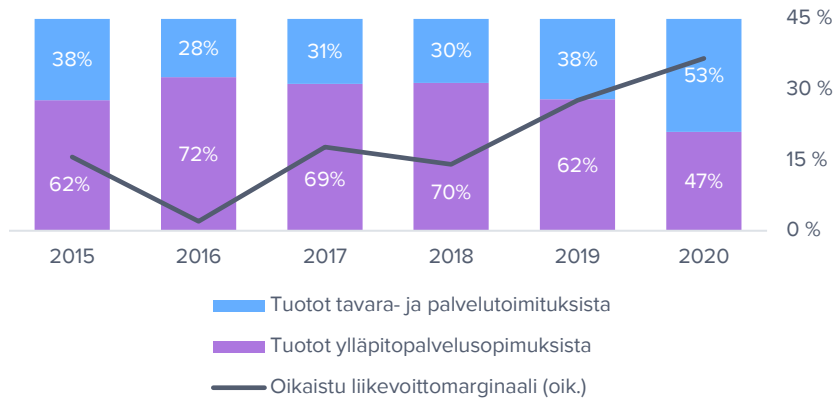
lähtökohtaisestikin pitkät maksuajat) sekä liiketoiminnan painottuminen poliittisesti ja taloudellisesti haastavien olosuhteiden maihin. Jälkimmäisiä komponentteja heijastellen käyttöpääomaan liittyvä dynamiikka voi huonossa skenaariossa vaikuttaa myös tulostasoon, mikäli pitkiksi venyneisiin saataviin liittyvät riskit realisoituvat ja yhtiö joutuu niitä alaskirjaamaan. Suurimman ongelman korkea käyttöpääomaintensiteetti aiheuttaa kuitenkin kasvun tavoittelulle, sillä pienikin volyymikasvu sitoo huomattavia määriä pääomia. Tämä puolestaan rasittaa yhtiön vapaata kassavirtaa ja vaikuttaa sitä kautta myös pääoman allokoiminnin vaihtoehtoihin.

Saneerausohjelma vielä kesken

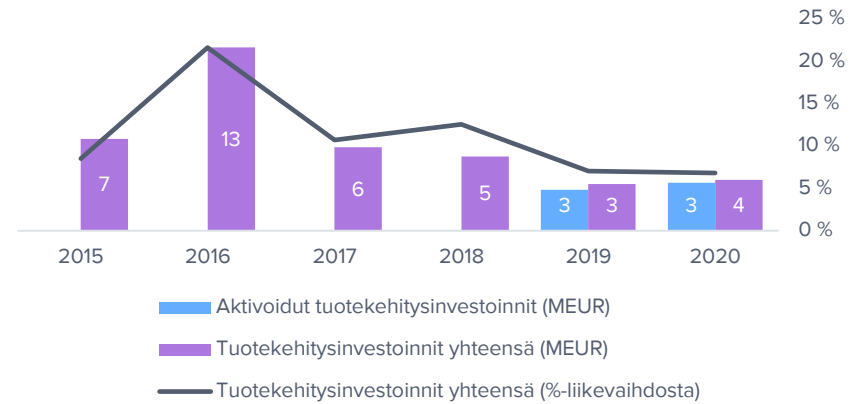
Tecnotree ajautui 2010-luvun alussa liiketoiminnan hieman erilaisen rakenteen sekä projektiriskien realisoitumisten seurauksena pahoihin rahoitusvaikeuksiin ja lopulta vuonna 2016 [saneerausohjelmaan](#). Vuoteen 2025 kestävä ohjelman aikana yhtiö on lyhentänyt velkaansa suunnitelmien mukaisesti ja samaan aikaan parantanut myös operatiivista suorituskykyään. Vuoden 2020 lopussa saneerausohjelman mukaista velkaa oli jäljellä yhteensä 16,8 MEUR, joka jakaantui 13,3 MEUR:n vakuusvelkaan ja 3,5 MEUR:n etuoikeudettomiin tavallisiin saneerausvelkoihin. Yhtiön liiketoiminnan ja operatiivisen kassavirran tila on tällä hetkellä terve, eikä yhtiöllä pitäisi nykyisen kehityksen valossa olla ongelmia ohjelman mukaisten vaateiden täyttämässä. Saneerausohjelman aikana yhtiö ei ole oikeutettu jakamaan osinkoa.

Yhtiökuvaus ja liiketoimintamalli 5/5

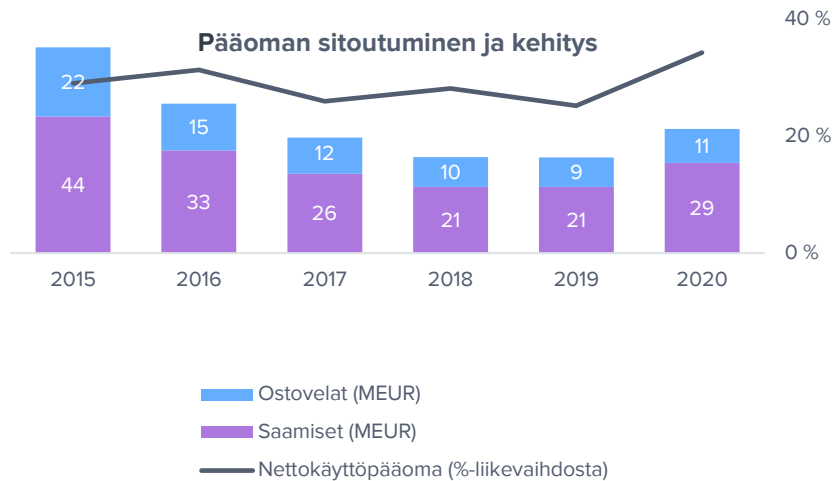
Liikevaihdon jakauman ja oikaistun liikevoiton kehitys



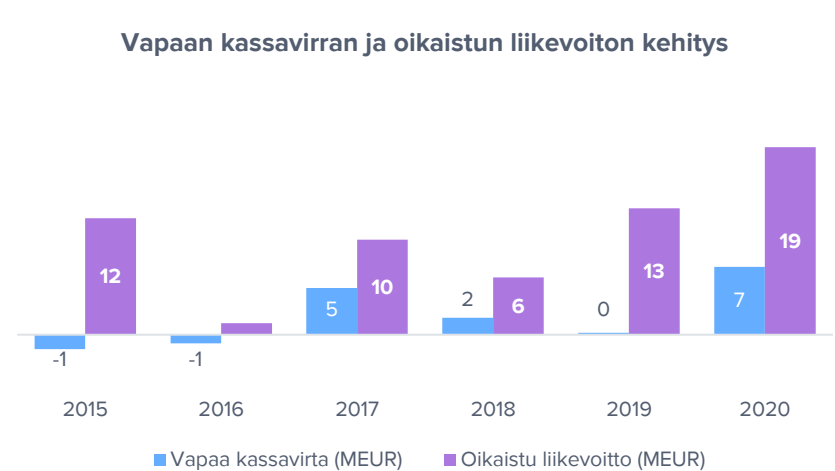
Tuotekehitysinvestointien kehitys



Pääoman sitoutuminen ja kehitys



Vapaa kassavirran ja oikaistun liikevoiton kehitys



Sijoitusprofiili 1/2

Tecnotree on kasvuyhtiö

Viimeisen viiden vuoden aikana Tecnotree on tehnyt liiketoimintaansa rakenteellisia muutoksia, laittanut perustansa kuntoon sekä operatiivisessa että strategisessa mielessä ja toteuttanut tuloskäänteen vakuuttavalla tavalla. Näiden tekijöiden vanavedessä yhtiö on myös ponnistanut pois kriisi- ja käänneyhtiön lokerosta. Tätä, toimialan terveitä pidemmän aikavälin ajureita ja näkymiä, omia teknologisia kyvykkyyksiä sekä liiketoimintamallin skaalautuvia elementtejä peilaten Tecnotreen profiili on mielestämme nykyään varsin yksiselitteisesti kannattava kasvaja. Näkemystämme tästä tukee myös yhtiön kasvua vaaliva strategia. Pidemmän aikavälin arvonluonnin kannalta kasvuun panostaminen on hyvin järkevä valinta, kun huomioidaan juuri kasvuun ja sen skaalautumiseen liittyvä tulosvipu. Osinkoa emme sen sijaan näe yhtiön sijoitusprofiilin kannalta oleellisena komponenttina edes saneerausohjelman jälkeisessä maailmassa.

Vahvuudet ja arvoajurit

Arviomme mukaan Tecnotreen pitkän aikavälin positiiviset arvoajurit ovat seuraavat:

Teknologisesti kyvykkäät ratkaisut ja pitkät asiakassuhteet: Tecnotreen operatiivinen historia on pitkä, eikä tämä arviomme mukaan olisi ollut mahdollista ilman teknologisesti kyvykkäitä tuoteratkaisuita. Operatiivisen historian lisäksi myös yhtiön asiakassuhteet ovat pitkäikäisiä ja ne ovat kestäneet yli taloudellisesti hyvinkin vaikeiden aikojen. Mielestämme nämä ovat konkreettisia osoituksia yhtiön teknologian

arvokkuudesta, sen kilpailukykyisestä toimittamisesta sekä annetun asiakaslupauksen kestävästä lunastamisesta.

Ketterä ja kustannustehokas toimintamalli: Viime vuosien hyvä orgaaninen kasvu ei ole vaatinut yhtiöltä kulumien paisuttamista (ts. etupainotteisia investointeja henkilöstöön), minkä myötä kasvu on ollut hyvin kannattavaa. Arviomme mukaan tämä juontaa juurensa yhtiön ketterään ja kustannustehokkaaseen toimintamalliin sekä kulukontrollia painottavaan ajattelumaailmaan. Tämä kolmikanta luo yhtiölle hyvää työtilaa tulevia vuosia ajatellen, sillä se mahdollistaa samaan aikaan sekä kohdennetut kasvuinvestoinnit että mainion peruskannattavuuden tekemisen. Tässä yhtiötä edesauttaa myös liiketoimintamallin skaalautuvuus.

Orgaaninen kasvu: Tecnotreen orgaanisen kasvun ensisijaiset ajurit ovat teleoperaattoreiden infra- ja ohjelmistoinvestoinnit. Näitä puolestaan ajaa operaattoreiden liiketoimintamallien murrokset, joissa operaattorit muuntautuvat asteittain digitaalisten palveluiden markkinapaikoiksi ja jakelijoiksi. Myös operaattoreiden omilla kilpailuasetelmilla ja niihin liittyvillä kannustimilla (mm. kulutehokkuuden parantaminen BSS-ratkaisuiden pilvitransformaation kautta) on oma roolinsa investointiaktiiviteetin kannalta. Lisäksi taustalla vaikuttavat tietyt megatrendit kuten digitalisaation kasvu (ml. tietoliikenneverkkojen älykkyys) ja kaupungistuminen. Tecnotreen suurimmat asiakkaat ovat kasvu- ja investointikykyisiä ja viimeisen parin vuoden aikana yhtiö on yltänyt järkeviin onnistumisiin myös

uusasiakashankinnassa. Tämä kokonaisuus huomioiden orgaaninen kasvunäkymä on mielestämme hyvä. Pitkällä aikavälillä uskomme Tecnotreen olevan kiinnostunut etsimään kasvupolkuja operaattorikentän ulkopuolisista vertikaaleista ja tähän yhtiöllä on arviomme mukaan teknologisten kyvykkyyksiensä puolesta myös järkevät mahdollisuudet.

Liiketoimintamallin transformaatio: Tecnotreen liiketoimintamalli on viimeisten vuosien aikana käännetty vanhan sukupolven projektitoiminnasta pilvipohjaiseen lisenssimyyntiin. Seuraavana askeleena näemmekin asteittaisen siirtymisen kohti SaaS-mallia. Tämän murroksen myötä yhtiön tulovirroilla olisi edellytyksiä muuttua aikaisempaa skaalautuvammiksi, ennustettavammiksi sekä vähäriskisemmiksi. SaaS-mallissa myös ohjelmistojen päivittämisen luonne tyypillisesti harmonisoituu (ts. asiakkaille ei käytössä enää useita eri ohjelmistoversioita). Tämän tulisi pitkällä aikavälillä tuoda kulutehokkuuteen pientä petrausvaraa ja samalla vahvistaa tulospotentiaalia.

Heikkoudet ja riskitekijät

Näkemyksemme mukaan Tecnotreen keskeisimmät heikkoudet ja riskit ovat:

Operaattoreiden IT-infrat ja investointien syklisyys: Operaattoreiden nykyiset IT-järjestelmät on rakennettu vanhojen, kalliiden, varsin kömpelöiden ja useiden erilaisten ohjelmistojen varaan. Vaikka tekninen velka on jo nyt käsityksemme mukaan kohtuullisen korkea, on vanhojen järjestelmien korvaaminen teknisesti

Sijoitusprofiili 2/2

aikaa vievä ja kallis harjoitus. Arviomme mukaan tämä voi lyhyellä ja osin keskipitkälläkin aikavälillä jarruttaa operaattoreiden murrosvauhtia ja siten Tecnotreen omaa ratkaisukysyntää. Pitkällä aikavälillä tähän liittyvä riski on mielestämme kuitenkin rajallinen, sillä jossain vaiheessa operaattoreiden tekninen velka on yksinkertaisesti purettava. Perusluonteeltaan operaattoreiden investoinnit ovat syklisiä.

Asiakasriski: Tecnotreen kahden suurimman asiakkaan osuus liikevaihdosta on 76 %. Näin ollen yhtiön asiakasportfolio on hyvin keskittynyt, vaikka suurimpien asiakkaiden alla onkin useammalta itsenäiseltä operaattorilta tulevia tulovirtoja. Jommankumman pääasiakkaan menettäminen / merkittävä supistuminen olisi yhtiölle massiivinen takaisu ja se tekisi ison loven sekä liikevaihtoon että tulokseen. Asiakassuhteet näiden operaattoreiden kanssa ovat kuitenkin pitkiä, minkä lisäksi tiettyä puskuria asiakasriskejä vastaan tuo myös Tecnotreen toimittamien ratkaisuiden liiketoimintakriittisyys.

Kilpailukentän ja / tai -aseman muutokset:

Tecnotree on pieni toimija globaalissa ja useita toimijoita sisällään pitävässä OSS/BSS-markkinassa. Vaikka Tecnotreen ratkaisut ovat käsityksemme mukaan kilpailukykyisiä, on tarjolla myös useita muita varteenotettavia vaihtoehtoja. Näin ollen yhtiön oma kilpailuasema voi heikentyä, mikäli esimerkiksi suuremmilla resursseilla operoivat toimijat päättävät vahvistaa läsnäoloaan Tecnotreelle tärkeillä alueilla. Pilvitransformaation myötä toimialan alalle tulon kynnykset myös laskevat, mikä lisää osaltaan uusien kilpailijoiden

tuomaa uhkaa. Toisaalta kilpailukenttä voi muuttua Tecnotreen kannalta vaikeammaksi myös operaattoreiden epäorganisten liikkeiden ja niiden myötä muuttuvien voimasuhteiden kautta.

Tuotekehitystyössä epäonnistuminen:

Tecnotreen ansaintalogiikan kannalta jatkuvat tuotekehityspanostukset oman teknologian kehittämiseen ovat kriittisiä. Näissä panostuksissa epäonnistuminen vaikuttaisi suoraan yhtiön nykyisiin asiakassuhteisiin, uusmyyntiin, suhteelliseen kilpailuasemaan sekä näiden tekijöiden summana pidemmän aikavälin arvonluontiedellytyksiin. Varsinaisia tuotekehitysinvestointeja merkittävämpää on arviomme mukaan kuitenkin se, mihin investoidaan. Tätä mukaillen onnistunut tuotekehitystyö onkin mielestämme sidonnainen sekä asiakkaiden liiketoimintojen, niiden kehityssuuntien sekä orastavien teknologiamurrosten ymmärtämiselle ja ennakoimiselle. Tältä saralta yhtiön historialliset näytöt ovat mielestämme hyvät, mutta tämä ei tietystikään ole tae tulevaisuudesta.

Kehittyvien markkinoiden riskit:

Valtaosa Tecnotreen liikevaihdosta tulee poliittisesti ja taloudellisesti epävakailta alueilta. Konkreettisimmat riskit näillä alueilla liittyvät arviomme mukaan saatavien kotiuttamiseen, niistä mahdollisesti aiheutuviin alaskirjauksiin ja käyttöpääomahaasteisiin sekä paikallisiin verolakeihin (mm. korkeat lähdeveroasteet). Viime vuosina yhtiö on kuitenkin näitä riskejä kyennyt onnistuneesti hallitsemaan, mikä on luottamusta herättävä suunta myös tulevia vuosia ajatellen.



SWOT-analyysi

Vahvuudet

- Hyvä toimiala- ja teknologiaosaaminen (mm. 5G-valmius)
- Pilvipohjainen ja laaja (ts. cash-to-order) tuoteportfolio
- Ketterä toimintamalli
- Kilpailukykyinen hintapiste
- Pitkät asiakassuhteet ja vuosikymmenten operatiivinen historia

Heikkoudet

- Suurimpien asiakkaiden osuus liikevaihdosta on valtava
- Pienen toimijan resurssit ovat moneen suuntaan rajallisia
- Käyttöpääoman sitoutuminen ja sen hallinnan haasteet
- Kehittyvillä alueilla paljon omien käsien ulkopuolisia muuttujia

Mahdollisuudet

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

Uhat

- Merkittävän asiakkaan supistuminen tai kokonainen poistuminen
- Kilpailukentän rakenteelliset muutokset
- Tuotekehityksessä epäonnistuminen
- Poliittisten riskien realisoituminen

Sijoitusprofiili

1.

Orgaaninen kasvunäkymä on hyvä

2.

Liiketoimintamallissa on skaalautuvuutta

3.

Pitkällä aikavälillä operaattorikentän ulkopuoliset vertikaalit

4.

Asiakasjakauma on erittäin keskittynyt

5.

Käyttöpääoman sitoutumiseen ja kassavirran tekemiseen liittyvät riskit

Potentiaali



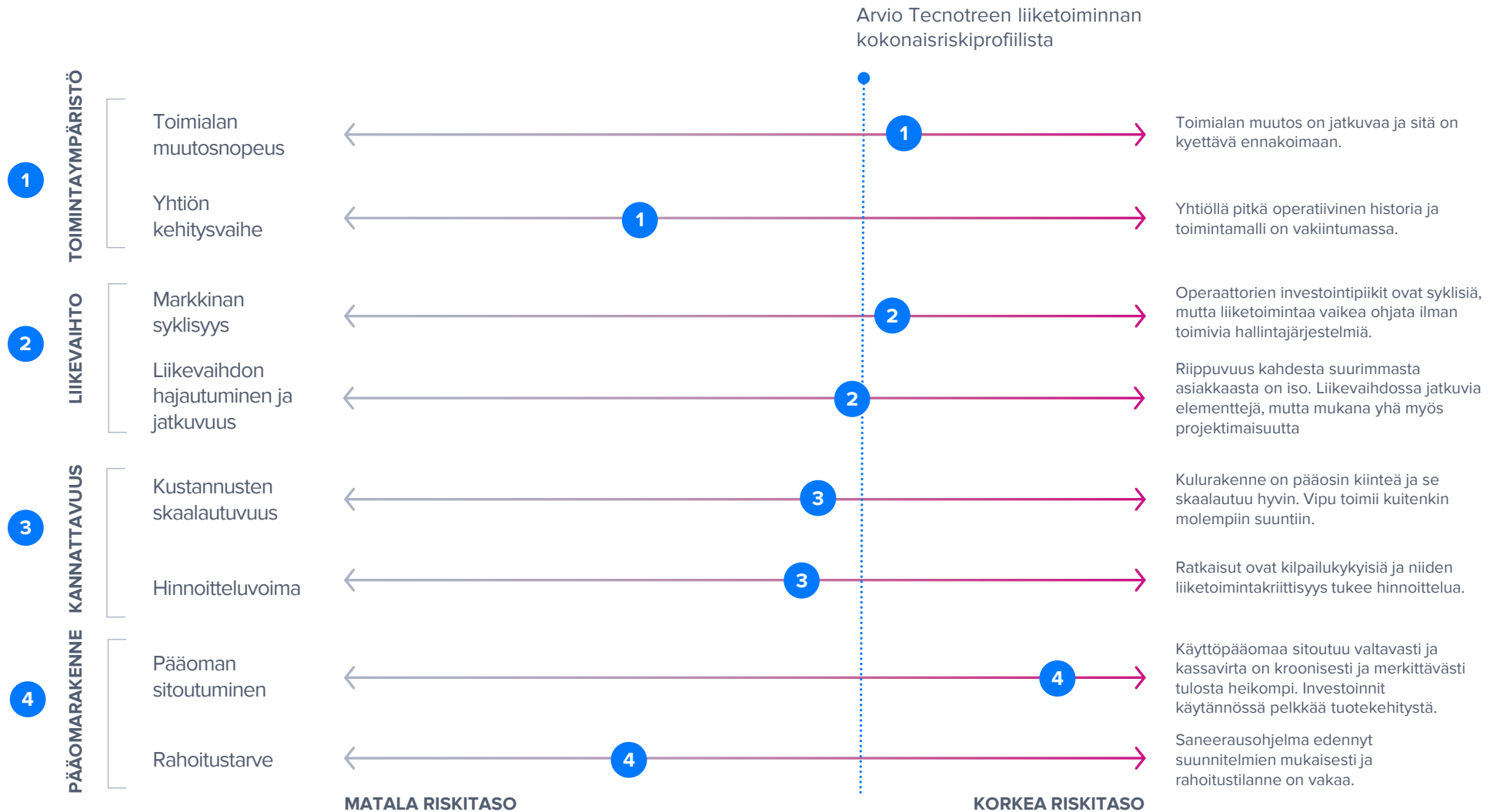
- Tecnotreen toimialaosaaminen on vankka
- Yhtiön teknologinen kilpailukyky on hyvä ja se mahdollistaa uusien asiakkuuksien voittamisen
- Isoja toimijoita ketterämpi ja joustavampi toimintamalli
- Pitkällä tähtäimellä kasvu uusilta maantieteellisiltä alueilta ja operaattorikentän ulkopuolelta
- Tulospotentiaali paranee liiketoimintamallin murroksen edetessä

Riskit



- Operaattoreiden investoinnit ovat syklisiä ja asiakasjakauma on erittäin keskittynyt
- Kasvu sitoo merkittäviä määriä käyttöpääomaa
- Alalle tulon kynnykset ovat laskeneet
- Tuotekehitystyössä epäonnistuminen
- Toimintaan sidonnaiset poliittiset riskit ovat korkeita
- Saneerausohjelma vaikuttaa pääoman allokoiminnin kautta kasvupanostuksiin

Liiketoimintamallin riskiprofiili



Toimiala ja kilpailukenttä 1/5

Kokonaismarkkina on valtava

Tecnotree on globaalisti operoiva BSS-ratkaisuiden kokonaistoimittaja. Koko toimialaa on tyypillisesti tarkasteltu siten, että BSS-ratkaisuiden kylkeen on liitetty myös liiketoimintojen tukiohjelmistojen eli OSS-ratkaisuiden (Operations Support Systems) markkina. Näin ollen myös Tecnotreelle relevanttia kohdemarkkinaa on mielestämme perusteltua katsoa koko OSS/BSS-kehikon lävitse, vaikka yhtiö itse onkin asemoitunut puhtaasti BSS-maailmaan ja sen sisällä toistaiseksi vielä käytännössä pelkkään operaattorikenttään. Kokonaisuudessaan markkina koostuu varsinaisista järjestelmäinvestoinneista sekä niihin liittyvistä käyttö- ja tukipalveluista.

Eri markkinatutkimusyhtiöiden mukaan globaalien OSS/BSS-markkinan koko vuonna 2020 oli hieman yli 40 miljardia dollaria. Käsityksemme mukaan BSS-toiminta on tästä kakusta hallitsevampi osapuoli, joskin täysin pätevän kahtiajaon tekeminen OSS:n ja BSS:n välisiin markkinaosuuksiin on hyvin vaikeaa. Tämän taustalla on se, että markkinoiden välillä on huomattavia päällekkäisyyksiä niin kysyntä- kuin tarjontapuoleltakin katsottuna. Vertikaaleittain puolestaan telekommunikaatiosektori hallitsee kokonaisuutta, sillä eri markkinalähteiden (mm. Allied Market Research ja Transparency Market Research) mukaan sen osuuden on arvioitu olevan yli 70 %. Muita merkittäviä teollisuudenaloja ovat muun muassa finanssi- ja terveydenhuoltosektorit. Tecnotreen ison kuvan kannalta olennaisinta on mielestämme se, että alla oleva markkina on yhtiön kokoluokkaan suhteutettuna valtava, emmekä näe sen asettavan yhtiön kasvulle

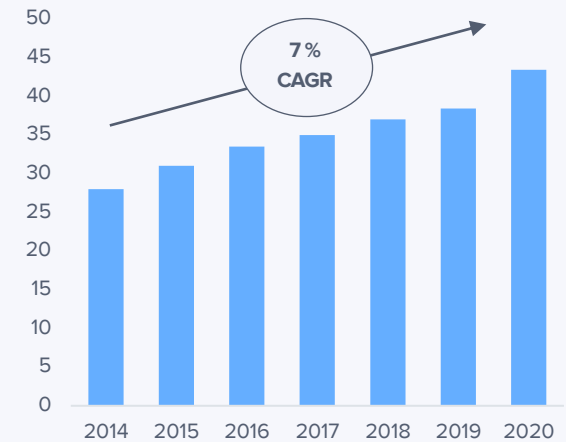
rajoitteita nähtävissä olevan tulevaisuuden aikana.

Rakenne on pirstaloitunut

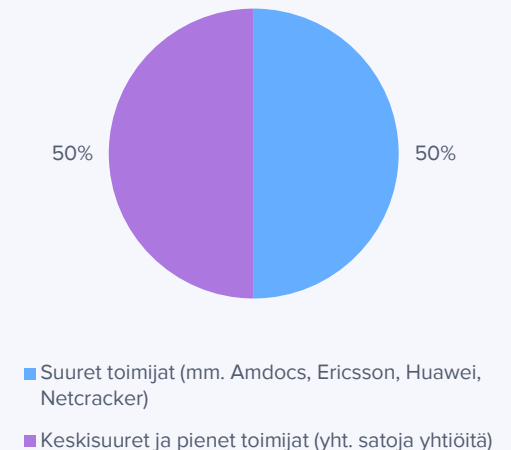
Toimialan tarjontapuolen rakenne on sekä varsin pirstaloitunut että polarisoitunut. Toimijoiden kirjo on hyvin laaja, sillä markkinassa operoivat asiakkaiden omat sisäiset IT-yksiköt, suuret globaalit verkkoyhtiöt, monikansalliset järjestelmäintegraattorit, laajan tuoteportfolion omaavat ohjelmistotalot (ts. useissa vertikaaleissa olevat yhtiöt), tiettyihin segmentteihin keskittyneet mutta kansainvälisesti toimivat yhtiöt sekä lukuisat pelkästään paikalliseen markkinaan kiinnittyneet ja kokoluokaltaan pienet toimijat (ml. IT-palvelutalot). Yhteensä jollain tavalla OSS/BSS-markkinassa kiinni olevia yhtiöitä onkin arviomme mukaan satoja.

Toimialan polarisoituneisuus heijastelee puolestaan sitä, että suurimpien toimijoiden — muun muassa Amdocs, Ericsson, Huawei, Oracle ja CSG — yhteenlaskettu markkinaosuus on eri arvioiden mukaan noin 50 %. Tätä selittää näkemyksemme mukaan etenkin se, että vanhassa On-Premise-maailmassa suuret resurssit ovat olleet keskeisimpiä menestystä määrittäviä tekijöitä. Erityisesti johtavat operaattorit ovat pyrkineet parantamaan omien toimintojensa kilpailukykyä hyvin räätälöidyillä ratkaisuilla ja suosineet siten ensisijaisina strategisina kumppaneinaan suuria ja toimituskykyisiä yhtiöitä. Tämä on luonut ja vahvistanut juuri resursseiltaan valtavien toimijoiden skaalapohjaisia (mm. räätälöintikyky) kilpailuetuja. Etenevän pilvitransformaation myötä tämä perinteinen dynamiikka on kuitenkin muuttumassa, mikä tarjoaa arviomme mukaan Tecnotreen kaltaisille

Kokonaismarkkinan (miljardia USD) historiallinen kehitys



Markkinan jakautuminen



Toimiala ja kilpailukenttä 2/5

pienille, ketterille ja korkeaan asiakasläheisyyteen pystyville toimijoille hyvinkin mielenkiintoisia ja entistä pidempiä kasvupolkuja. Toimialan hajanaisen rakenteen takia markkinoilla on nähty historiassa myös kohtuullisen runsas määrä yritysjärjestelyjä. Konsolidaatiossa tyypillinen logiikka on ollut sellainen, että suuremmat toimijat ovat täydentäneet teknistä ja toimialaosaamistaan pienempiä ja keskitetyemmin toimineita yhtiöitä hankkimalla. Yksi toimialan konsolidaatioon vaikuttanut tekijä on arviomme mukaan ollut myös operaattorimarkkinan keskittynyt rakenne. Tämä on johtanut operaattoreiden sisällä useisiin ja samalla monimuotoisiin BSS-ratkaisuihin, mikä taas on tehnyt konsolidaatiosta BSS-toimittajille luonnollisen vaihtoehdon omien asiakassuhteiden vahvistamiseksi ja kasvumahdollisuuksien parantamiseksi. Uskomme konsolidaation pysyvän myös jatkossa toimialan rakennetta ohjaavana voimana, vaikka etenevän pilvitransformaation myötä alalle tulon kynnykset laskevat ja toiminnan dynamiikka (mm. suurempi koko ei tuo automaattisesti kilpailuetua) hivenen sen seurauksena muuttuukin.

Kasvun taustalla kaksi selkeää pääajuria









OSS/BSS-markkinan kasvua ajavat muutamat ajurit, jotka voidaan näkemysksemme mukaan jakaa kasvua kiihdyttäviin ja kasvua tukeviin tekijöihin. Kasvua kiihdyttäviä ajureita ovat mielestämme operaattoreiden liiketoimintamallien murrokset ja järjestelmäratkaisuiden pilvitransformaatio, kun taas kasvua tukeviksi ajureiksi voidaan arviomme mukaan laskea enemmänkin megatrendien omaiset kaupungistuminen ja digitalisaatio (mm. 5G).



Operaattoreiden liiketoimintamallit ovat jo useamman vuoden ajan eläneet eräänlaista murroskautta. Historiallisesti operaattoreiden toiminta on ollut vahvasti perinteisten ja kilpailijoihin nähden melko vakio- ja arvonnallisten viestintäratkaisuiden vetämää ja arvonnallisuuden fokus on ollut pitkälti omassa kustannustehokkuudessa sekä hallinto- ja tukifunktioissa.

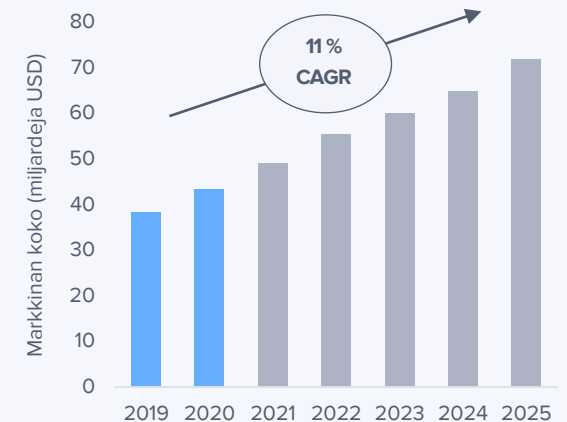
Viimeisten vuosien aikana operaattoreiden välinen kilpailu on kiristynyt ja mukaan on tullut myös huomattava määrä uutta internet-yhtiöiden luomaa kilpailua. Operaattoreiden arvonnallisuuden kannalta tämä kehitys on johtanut siihen, että ajattelumaailmasta on tullut selvästi asiakaslähtöisempää ja operatiivisesti toiminnan keskiöön on noussut jatkuva reagoitukyky (ml. uusien palveluiden nopeampi markkinoillesaattoaika) sekä kokonaan digitaaliset palvelut. BSS-ratkaisuiden näkökulmasta tämä siirtymä on puolestaan korostanut järjestelmän ketteryyttä ja joustavuutta. Operaattoreiden haasteena on kuitenkin ollut se, että On-Premise-ympäristöissä käytössä on ollut useita erilaisia ja vanhoihin ansaintamalleihin räätälöityjä järjestelmiä, mikä on tehnyt IT-infrasta kömpelön ja hidasliikkeisen sekä vaikeuttanut samalla myös uuteen kilpailuun vastaamista. Omien kilpailukykyjensä säilyttämiseksi ja uusien ansaintamallien vahvistamiseksi operaattorit ovatkin ryhtyneet purkamaan edellä mainituista tekijöistä syntyneitä teknistä velkaa systemaattisella tavalla. Vanhoista järjestelmistä irtaantuminen on teknisesti vaativa, kallis ja aikaa vievä prosessi, mitä peilaten investointeja



OSS/BSS-markkinan kasvuprofiili

Ajuri	Ajurin rooli
 Operaattoreiden murros	
 Pilvitransformaatio	
 Kaupungistuminen	
 Digitalisaatio	

 Tukeva / neutraali  Kiihdyttävä / vahva



Toimiala ja kilpailukenttä 3/5

toteutetaan aina asteittain. Täten operaattoreiden liiketoimintamallien murrokset tarjoavatkin teknologisesti kyvykkäille BSS-toimittajille samaan aikaan sekä leveitä että pitkiä kasvupolkuja.

Toinen OSS/BSS-markkinan kasvuun kiihdyttävästi vaikuttava ajuri on järjestelmien etenevä pilvitransformaatio. Kömpelyyden ja hidassuuden lisäksi On-Premise-järjestelmien isona ongelmana on ollut räätälöintivaateiden korkea hintalappu. Tämä on tehnyt järjestelmien elinkaari- ja vaihtamisen kustannuksista tavattoman korkeita ja toisaalta aiheuttanut käytössä olevien erilaisten järjestelmäinvestointien ja niiden päivitysrytmien seurauksena toimintoihin myös suoria operatiivisia kitkoja. Pilvipohjaisten ratkaisuiden keskeisimmät kilpailuedut tulevatkin juuri matalammista elinkaarikustannuksista sekä joustavammista perusluonteista (mm. vähemmän räätälöitävyyttä). Molemmat ominaisuudet ovat operaattoreiden kannalta hyvinkin olennaisia etenkin kun huomioidaan liiketoimintamallien murrostila ja sen jälkeisen ajan suhteelliseen asemaan vaikuttavat tekijät (mm. kyky tuoda uusia palveluita markkinaan kilpailijoita nopeammin). Näin ollen pilvitransformaation taustalla vaikuttavat muuttujat ovat teollisessa mielessä loogisia ja vahvoja, vaikka pienimuotoinen kysyntäjarru tuleekin siitä, että operaattorit ovat melko tiukasti kiinni vanhan sukupolven järjestelmissä.

Kasvukuva on mainio

Näitä pääajureita peilaten eri tutkimusyhtiöt ovat arvioineet OSS/BSS-markkinan lähivuosien vuotuisen kasvuvauhdin olevan vahvalla yli 10 % tasolla. Näin ollen toimialatason kasvun tulisi

tarjota markkinassa mukana oleville ratkaisutoimittajille oikeinkin hyviä kasvumahdollisuuksia ja toisaalta tuoda samaan aikaan myös tervettä suojaa kilpailutilanteen mahdollista kiristymistä vastaan.

Maantieteellisesti kasvun on arvioitu olevan vauhdikkainta kehittyvillä talousalueilla teknologisesti matalampaa lähtötasoa ja siten suhteellisesti vauhdikkaampaa digitalisoitumista heijastellen. Näiden alueiden johtavien operaattoreiden vaatimukset hallintajärjestelmiä koskien ovat arviomme mukaan korkeita. Näkemyksemme mukaan tätä selittää se, että alueiden asiakaskohtaiset liikevaihdot ovat tyypillisesti hyvin matalia ja operaattoreiden oma tuloksenteleminen vaatii taakseen korkean asiakasmassan ja siten sekä skaalautuvan että joustavan liiketoiminnan hallintajärjestelmän. Tässä valossa Tecnotreen maantieteellinen asemoituminen on mielestämme hyvä, sillä yhtiön suurimmat asiakkaat tulevat juuri kehittyviltä alueilta. Yhtiön asiakasportfolion rakenne onkin mielestämme konkreettinen osoitus oman teknologian kilpailukyvyistä alueen korkeaa teknistä vaatimustasoa ja pitkään jatkuneita asiakassuhteita heijastellen.

Kilpailua käytännössä kolmessa kerroksessa

Toimialan hajanaisesta rakenteesta johtuen myös kilpailukentästä on muovautunut monikerroksinen. Täten myöskään Tecnotree ei kilpaile pelkästään tietynlaisten yhtiöiden kanssa, vaan taistoa käydään puhtaasti OSS/BSS-markkinaan ja pääosin operaattorikenttään keskittyneiden toimijoiden, globaalien verkkolaitetoimittajien sekä



Tecnotreen valikoituja kilpailijoita



BSS-ratkaisuihin erikoistuneet ja vahvan aseman operaattorimarkkinassa omaavat toimijat



Johtavat verkkoinfratoimittajat, jotka ovat asteittain vetäytyneet BSS-markkinasta



Globaalit ohjelmistojätit, jotka ovat mukana useissa teollisissa vertikaaleissa

Toimiala ja kilpailukenttä 4/5

monikansallisten ja useissa teollisissa vertikaaleissa mukana olevien ohjelmistotalojen kanssa. Lisäksi Tecnotree käy näkymätöntä kilpailua jossain määrin myös asiakkaiden omien IT-osastojen kanssa.

Pääosin pelkkään operaattorikenttään keskittyneistä BSS-toimittajista Tecnotreen tunnetuimpia kilpailijoita ovat arviomme mukaan Amdocs, Netcracker, CSG, Comarch, Optiva ja Sterlite. Näiden yhtiöiden lisäksi Tecnoree kilpailee myös lukuisien pienempien toimittajien kanssa. Yleisesti ottaen vahvasti operaattorikenttään asemoituneiden toimijoiden keskeisimmät vahvuudet tulevat näkemyksemme mukaan syvästä toimialaosaamisesta sekä pitkistä asiakassuhteista. Suurimmat toimijat hyötyvät tyypillisesti myös mittavista resursseistaan, kun taas pienemmillä toimittajilla asiakasläheisyys on tiettyä erottautumisvoimaa tuova tekijä. Osittain tätä ja rajallisempia myyntiresursseja heijastellen juuri pienten yhtiöiden asiakasportfoliot ovat tyypillisesti hyvin keskittyneitä.

Kilpailukentän toisessa kerroksessa hääriävät toistaiseksi globaalit verkkolaite- ja infratoimittajat kuten Ericsson, Nokia, Huawei ja ZTE. Historiallisesti nämä yhtiöt ovat strategioissaan hakeneet telekommunikaatiosektorin arvoketjusta leveämpää osuutta levittäytymällä myös OSS/BSS-markkinaan. Näistä toimijoista etenkin Huawei on ollut markkinassa eräänlainen häiriö, sillä yhtiö on pakottanut omat BSS-ratkaisunsa osaksi verkkojen kokonaistoimituksia. Käsityksemme mukaan Huawei ja osin myös muut infratoimittajat ovat kuitenkin viimeisten vuosien aikana skaalanneet BSS-toimintojaan alas. Tämän tulisikin näkyä kilpailukentän rakenteen tervehtymisenä ja siten parantuneina liiketoimintamahdollisuuksina.

Kilpailuympäristön kolmannelta aallosta tulevat sellaiset monikansalliset ohjelmistotalot, joille operaattorimarkkina on tyypillisesti ollut kohtuullisen tärkeä vertikaali. Omia asemiaan ja kyvykkyksiään vahvistaneilla epäorgaanisilla liikkeillä nämä yhtiöt ovat olleet keskeisessä roolissa myös toimialan konsolidoitumisen kannalta. Myös näiden yhtiöiden keskeisimmät vahvuudet ovat arviomme mukaan resurssisidonnaisia, joskin uskomme ohjelmistotalojen saavan etua myös laaja-alaisesta vertikaaliosaamisesta ja sen tietynasteisista skaalausmahdollisuuksista (mm. eräänlainen parhaiden käytäntöjen jakaminen). Tecnotreen kanssa kilpailevia ohjelmistotaloja ovat arviomme mukaan muun muassa Oracle, IBM ja CGI.

Kestävät kilpailuedut ovat tiukassa

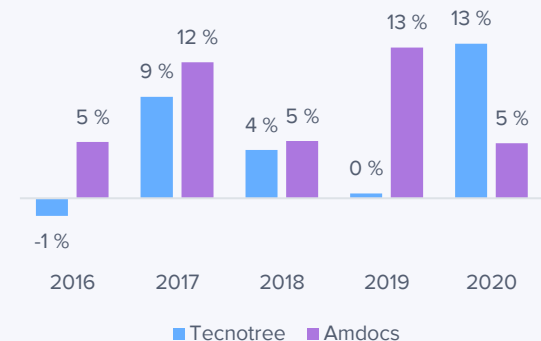
Toimialan mainiosta kasvuprofiilista huolimatta kilpailutilanne on kova, sillä markkinoilla on lukuisia ratkaisutoimittajia ja edellytykset merkittäväle teknologiselle erottautumiselle ovat melko kapeat. Pitkällä aikavälillä toimialalla menestyminen edellyttääkin arviomme mukaan hyvin kilpailukykyistä ja jatkuvaa tuotekehitystä sekä kykyä ennakoita omien toimintavertikaalien tulevaa kehitystä. Toimialalla keskeisimmät ja lähimpänä kestäviä ovat kilpailuedun lähteet tulevat arviomme mukaan puolestaan asiakkaan kohtaamista vaihdon kustannuksista ja siten pitkistä asiakassuhteista. Näiden rakentaminen edellyttää kuitenkin juuri tuotekehitys- ja ennakoituvuudessa onnistumista ja siten jatkuvaa asiakaslupauksen täyttämistä. Tecnotreen pitkää operatiivista historiaa ja viimeisen kahden vuoden hyvää kannattavaa kasvua mukailen pidämme yhtiön omaa kokonaiskilpailukykyä perustellusti varsin hyvänä.



Kilpailukentän rakenne



Vapaa kassavirta-%:n kehitys vs. Amdocs



Vapaa kassavirta-% = vapaa kassavirta / liikevaihto

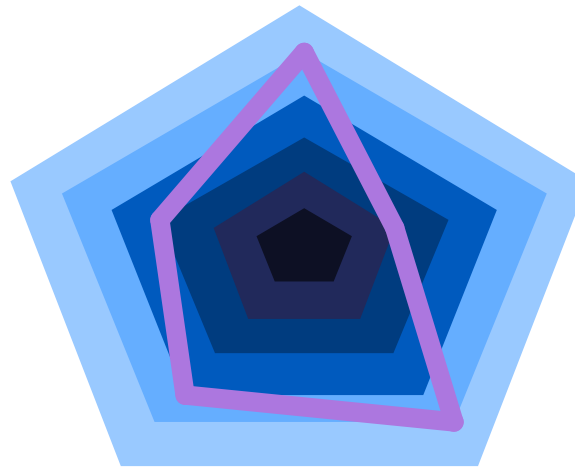
Toimiala ja kilpailukenttä 5/5

Nykyinen kilpailutilanne (merkittävä*)

- Toimittajien lukumäärä on globaalilla tasolla suuri, mutta liiketoimintakriittisyys ja operaattoreiden vaihdon kustannukset tekevät arvoketjuasemista kohtuullisia
- Toimittajien kulurakenteet ovat kiinteät ja marginaalikustannukset pieniä
- Pitkän aikavälin hyvä kasvukuva on kilpailutilannetta aavistuksen lieventävä tekijä
- Alalle tulon kynnykset laskevat etenevän pilvitransformaation myötä

Korvaavien tuotteiden uhka (matala*)

- Merkittävää toimialatason paradigman muutosta ei toistaiseksi ole havaittavissa
- Pitkällä aikavälillä teknologinen kehitys voi tuoda mukanaan rakenteisiin vaikuttavia elementtejä (mm. tekoälyn ja automaatiorobotiikan kehittyminen)
- Etenevän pilvitransformaation voi nähdä myös uhkana, mutta kyvykkäille (ml. muuntautumiskyky) toimittajille se on valtava mahdollisuus



Tavarantoimittajien neuvotteluvoima (vähäinen*)

- Toimialan palkkainflaatio on yleisesti ottaen maltillinen, eikä viitteitä merkittävästä osaajapulasta ole havaittavissa
- Erialaisten osaajaprofiilien suhteelliset neuvotteluvoimat vaihtelevat
- Henkilöstön vaihtamisesta koituvat kustannukset eivät kohoa suuriksi, mikä parantaa BSS-toimittajien omaa neuvotteluvoimaa
- Alihankkijoiden lukumäärä on suuri, eivätkä ne muodosta oleellista vertikaalisen integroitumisen uhkaa

Uusien kilpailijoiden uhka (kohtuullinen*)

- Toimialan kasvukuva on terve ja etenevä pilvitransformaatio laskee alalle tulon resurssipohjaisia kynnyksiä
- Toiminta ei vaadi merkittäviä pääomainvestointeja, mutta riittävä kilpailukyky edellyttää hyvää toimialaosuamista
- Toimintaan pätee resurssipohjaiset suuruuden ekonomiat
- Operaattoreiden kohtaamat vaihdon kustannukset laskevat isossa kuvassa uusien tulokkaiden innokkuutta

Ostajien neuvotteluvoima (merkittävä*)

- Operaattoreilla aina useita strategisia järjestelmätoimittajia, eivätkä ne ole riippuvaisia yhden yhtiön tarjoamasta
- Operaattorit keskittyneempiä kuin BSS-toimittajat
- On-Premise-ratkaisuiden räätälöintiaste korkea, mutta pilvitransformaation myötä dynamiikka muuttumassa
- Toimittajan vaihdon kustannukset voivat nousta korkeiksi, mikä heikentää ostajien neuvotteluvoimaa
- BSS-ratkaisuiden osuus operaattoreiden operatiivisista kustannuksista ei ole valtava, ja päätöksentekoa ohjaa ensisijaisesti teknologinen kyvykkyys

Strategia 1/2



Arvolupaus ja kysyntäpuoli

Arvolupaus?

- Arviomme mukaan Tecnotreen arvolupaus rakentuu teknologisesti kyvykkään, kulutehokkaan ja pilvipohjaisen BSS-tarjoaman varaan.
- Tavoitteena vakiinnuttaa oma paikka asiakkaalle tärkeänä strategisena toimittajana, vahvistaa asiakkaan ansaintakykyä ja luoda siten molemminpuolisesti jatkuvaa lisäarvoa.
- Yhtiön operatiivista historiaa ja pitkiä asiakassuhteita peilaten arvolupauksen toimittamisessa on mielestämme onnistuttu.

Kohdesegmentti?

- Ensijaisena strategisena kohdesegmenttinä ovat kehittyvien talousalueiden ja teknisesti korkeiden vaatimustasojen operaattorit.
- Pidämme tätä perusteltuna valintana, kun huomioidaan yhtiön kaupalliset onnistumiset näiltä alueilta sekä kehittyvien markkinoiden kasvukuva. Vastapuolella kuitenkin kehittyneitä alueita korkeammat riskit.
- Pidemmällä aikavälillä yhtiöllä ambitioita ja mielestämme myös edellytyksiä etsiä mahdollisuuksia muistakin teollisista vertikaaleista.

Suhteellinen hinta?

- Tecnotree ei ole premium-hinnoittelija. Tämä on mielestämme looginen valinta strategiset kohdesegmentit ja niiden lainalaisuudet huomioiden (mm. matala ARPU).
- Tecnotreen asiantuntijaresurssit sijaitsevat pääosin hyvin kustannuskilpailukyisellä alueella, mikä luo hintapuolelle joustoa suhteessa kalliimmat asiantuntijaresurssit omaaviin kilpailijoihin.
- Omassa päässä pitkän aikavälin arvonluonnin ydin ei ole hinnoittelussa, vaan operatiivisessa tehokkuudessa.



Oma arvoketju ja kyvykkyydet

Tuotekehitys



- Tuotekehitys on arvolupauksen jatkuvaluontoisen lunastamisen kannalta erittäin kriittinen toiminto.
- Tuotekehitysinvestoinnit (ml. uudet resurssit) hallitsevat pääoman allokoointia, mutta ansaintalogiikka huomioiden se on täysin oikea valinta.
- Tecnotreen tuotekehitysresurssit ovat kustannuskilpailukyisiä, mikä tukee arvolupaukseen upotetun kulutehokkuuden toteuttamista.
- Uusiin teollisiin vertikaaleihin laajentuminen vaatii arviomme mukaan investointeja myös uusiin asiantuntijaresursseihin.

Myynti



- Laadukkaalla tuotekehityksellä ei ole merkittävää strategista arvoa, mikäli myyntifunktio ei toimi.
- Asema suurimmissa asiakkuuksissa on käsityksemme mukaan hyvä, mikä luo tervettä pohjaa asiakkaiden sisällä tapahtuvalle uusmyynnille.
- Yhtiön myyntistrategia on tavanomainen, eikä se mielestämme tuo strategiaan uniikkiutta.

Tehdyt arvoketjuvalinnat?

- Tuotekehitykseen on investoitu määrätietoisesti ja kohdennetusti. Nämä toimet ovat johtaneet liiketoiminnan onnistuneeseen tuotteistamiseen ja vahvistuneisiin asiakassuhteisiin.
- Markkinafokus on ollut vahvasti kehittyvillä talousalueilla. Tähän valintaan liittyneitä riskejä on historiassa kuitenkin myös realisoitunut.
- Asiantuntijaresurssien asemoiminen matalan kustannustason alueelle on luonut arvoa ja on siten ollut strategisesti onnistunut valinta.

Strategia 2/2



Strategian tavoitteet



Kannattava kasvu



Nykyiset asiakkaat

- Kasvu nykyisten asiakkaiden kanssa on mielestämme houkutteleva ja järkevä valinta, sillä suurimmat asiakkaat ovat omilla alueillaan vahvoja ja investointikykyisiä toimijoita.
- Myös suurimpien asiakkaiden omat strategiat ovat kasvuvetoisia, minkä tulisi tukea myös Tecnotreen oman strategian toteuttamista.
- Pitkät asiakassuhteet ja jo olemassa olevat roolit strategisina kumppaneina luovat hyvät pohjat kasvulle nykyisten asiakkaiden mukana.
- Arviomme mukaan kasvu nykyisten asiakkaiden rinnalla ei vaadi taakseen merkittäviä lisäinvestointeja tuotekehitykseen tai myyntiin.
- Nykyinen asiakasportfolio on hyvin keskittynyt, mikä tekee lyhyen aikavälin kasvusta väistämättä vanhojen asiakkaiden ohjaaman.



Uudet asiakkaat

- Uusien asiakkaiden hankkiminen on kasvumahdollisuuksien lisäksi perusteltua myös riskienhallinnan näkökulmasta, sillä uusista asiakkaista tulevat lähdöt tasaisivat automaattisesti asiakasriskiä.
- Uusiasiakashankinnan fokus on ensisijaisesti kehittyvillä alueilla, mikä on perusteltua pitkän historian mukanaan tuomat paikallisoaamiset huomioiden.
- Ratkaisuiden pilvipohjaisuus mahdollistaa myös kumppaniverkoston kasvattamisen, mikä puolestaan tuo lisäpotkua myyntiin ja samalla lisää liiketoimintamallin skaalautuvuutta.
- Uusien asiakkuuksien hankkimista jarruttaa kuitenkin asiakkaiden korkeat vaihdon kustannukset sekä pitkät myyntisyklit. Myös kilpailu on luonteeltaan kovaa.



Uudet vertikaalit

- Pitkällä aikavälillä yritys pyrkii arviomme mukaan löytämään sekä realisoimaan myös telekommunikaation ulkopuolisissa vertikaaleissa olevia mahdollisuuksia. Nämä toisivat yhtiön liiketoimintaan uusia taajuuksia ja laskisivat osaltaan myös riskitasoa.
- Näkemyksemme mukaan yhtiöllä on jo nyt teknologinen kyvykkyys toimia useissa vertikaaleissa, mitä peilaten pidämmekin rajallisia myyntiresursseja olennaisimpana pullonkaulana.
- Arviomme mukaan järkevin lähestymistapa uusiin vertikaaleihin laajentumiselle on kumppaniverkoston hyödyntäminen. Kilpailukykyisen ja toimivan kumppaniverkoston rakentaminen vie kuitenkin oman aikansa ja pienenä yhtiönä Tecnotreen on tehtävä pohjatyö huolellisesti (mm. eri vertikaalien kilpailutilanteet).



Operatiivinen tehokkuus

Taloudellinen tilanne 1/2

Ohjelmistotalon myyntikate on korkea

Ohjelmistotalolle tyypilliseen tapaan Tecnotreen myyntikate on hyvin korkea ja viimeisen viiden vuoden aikana se on ollut keskimäärin 95 %. Korkean myyntikatteen taustalla on puhtaasti yhtiön ansaintamallin kustannuslogiikka, sillä myyntiin liitännäiset muuttuvat suorat kulut ovat kokoluokaltaan hyvin olemattomia (vrt. valmistava teollisuus). Tätä dynamiikkaa peilaten korkeasta myyntikatteesta ei tule tehdä johtopäätöksiä poikkeuksellisen vahvasta hinnoitteluvoimasta. Yhtiön liiketoimintamallin skaalautuvuuden ymmärtämisen kannalta korkea myyntikate on kuitenkin oleellinen, sillä kiinteiden kulujen pysyessä vakaina liikevaihdon kasvun tulosvipu on huomattavan voimakas.

Henkilöstökulut hallitsevat kulurakennetta

Tecnotreen kulurakenteen suurin yksittäinen erä on varsin selvästi henkilöstökulut, sillä omia tuotekehitys- ja myyntiresursseja sekä niiden edellyttämiä käsipareja heijastellen yhtiön ansaintamalli on hyvin tieto- ja henkilöintensiivinen. Erityisesti tuotekehitykseen sidonnaiset henkilöstökulut ovat arviomme mukaan lähes täysin kiinteitä, kun taas myyntipuolen kustannukset pitävät sisällään myös muuttuvia elementtejä esimerkiksi erilaisten komissioiden muodossa. Arviomme mukaan valtaosa yhtiön henkilöstömäärästä on allokoitu tuotekehitykseen, mitä mukailleen myös henkilöstökulut ovat kokonaisuudessaan pitkälti kiinteitä. Näin ollen nämä kulut skaalautuvat hyvin, eikä orgaanisen kasvun tavoittelun tulisi teoriassa vaatia merkittäviä lisäpanostuksia henkilöstöresursseihin.

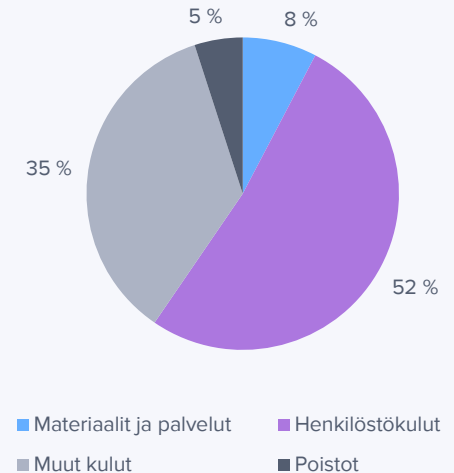
Tecnotreen ansaintamalli, kilpailukyky ja pitkän aikavälin arvonnluonnin ydin nojaa kuitenkin henkilöintensiivisiin toimintoihin. Näihin toimintoihin on investoitava ikään kuin jatkuvaluontoisesti ja jossain määrin myös etupainotteisesti. Tästä johtuen henkilöstökulujen todellisessa skaalautumisessa voikin olla oleellisia kvartaali- ja vuositason eroavaisuuksia.

Vuonna 2020 Tecnotreen henkilöstökulut kattoivat yhteensä 52 % kokonaiskustannuksista ja liikevaihtoon suhteutettuna niiden osuus oli 34 %. Tecnotreen henkilöstötehokkuutta hyvin kuvaava työntekijäkohtainen oikaistu liikevoitto on historiallisesti ollut noin 18 TEUR, kun vuonna 2020 samainen mittari asetui 30 TEUR:oon. Tecnotreen toiminnan kululogiikkaa mukailleen uskomme henkilöstötehokkuuteen keskittymisen olevan olennainen osa yhtiön operatiivista tekemistä. Pitkällä aikavälillä tehokkuustason noston on pohjaututtava etenkin liikevaihdon kasvun ja sen skaalautumisen summaan, sillä rakenteellisesti tuottopuolta pakottavat sekä strateginen asemoituminen ei-premium-hintaiseksi toimittajaksi että Intian länsimaita vauhdikkaampi palkkainflaatio ja sen asiakashintoihin siirtämiseen liittyvä dynamiikka (mm. yleisesti kova kilpailutilanne).

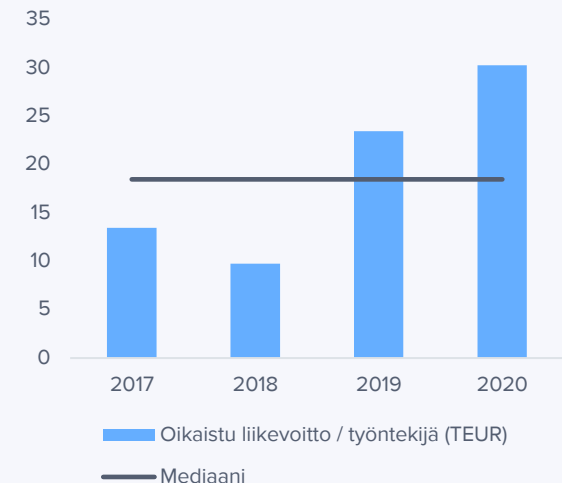
Muissa kuluissa alihankintaa ja hallintoeriä

Tecnotreen muiden kulujen osuus liikevaihdosta on ollut historiallisesti 24-36 %. Muut kulut koostuvat pääosin suorasta alihankinnasta, muista ulkoisista resursseista sekä hallinnointiin liittyvistä kuluista. Näin ollen näissä kuluissa on sekä muuttuvia että täysin kiinteitä osia.

Kustannusrakenne 2020



Henkilöstötehokkuuden kehitys



Taloudellinen tilanne 2/2

Lähdeverot ovat aiheuttaneet kiusaa

Tecnotreen toimittamien järjestelmien ja palveluiden myyntiin liittyy useissa toimintamaissa lähdevero. Näiden verojen hyvittäminen tulonsaantimaassa — eli myyntiyhtiön kotipaikassa — ei ole ongelmattonta ja joissain tapauksissa samaa tuloa verotetaan kaksinkertaisesti. Tecnotreelle tärkeiden kehittyvien alueiden paikalliset verolait ovat myös tyypillisesti nopeasti muuttuvia ja niiden tulkinta on käsityksemme mukaan paikka paikoin hyvinkin ristiriitaista. Historiallisesti lähdeverot ovatkin aiheuttaneet yhtiölle huomattavaa kiusaa, sillä pelkästään viimeiseltä viideltä vuodelta lähdeverojen osuus koko verokuormasta on ollut keskimäärin 70 %. Korkeat lähdeverot rasittavat nettotuloksen ohella luonnollisesti myös kassavirtaa ja ne ovat olleet yksiä osasyitä siihen, miksi vapaa kassavirta on pysynyt raportoituja tulosrivejä pienempänä. Maantieteellinen asemoituminen ja paikallisiin verokäytäntöihin liittyvät dynamiikat huomioiden uskomme lähdeverojen paineistavan sekä tulosta että kassavirtaa myös jatkossa, vaikka viimeisen kahden vuoden aikana suhteellista lähdeverorasitusta onkin kyetty keventämään.

Taseasema on terve, kassavirtaa tulee tulosta vähemmän

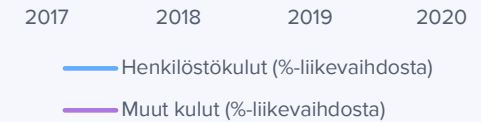
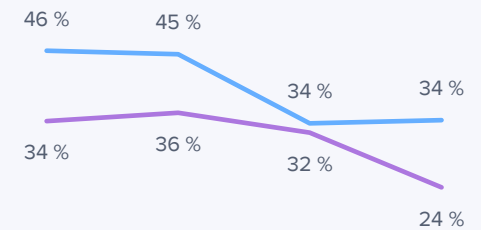
Vuoden 2020 lopussa Tecnotreen omavaraisuusaste oli 39 % ja nettovelkaantumisaste 27 %. Tecnotreen liiketoiminnan luonteeseen, nykyiseen tulostasoon ja kassavirtaprofiiliin suhteutettuna nämä tasot ovat terveitä. Vuoden lopussa yhtiön kassavarat olivat puolestaan 8 MEUR, mikä on toiminnan

kokoluokka, juoksevat käyttöpääomatarpeet sekä saneerausohjelman lyhennysvaateet — vuonna 2021 korot mukaan laskettuna 1,9 MEUR — huomioiden terve taso. Kokonaisuudessaan yhtiön rahoitusasema on mielestämme vakaa, emmekä näe sen itsessään aiheuttavan oleellisia hidasteita kasvustrategian toteuttamiselle ja siten pidemmän aikavälin arvonluonnin tavoittelulle. Taseen loppusumma vuonna 2020 oli noin 51 MEUR.

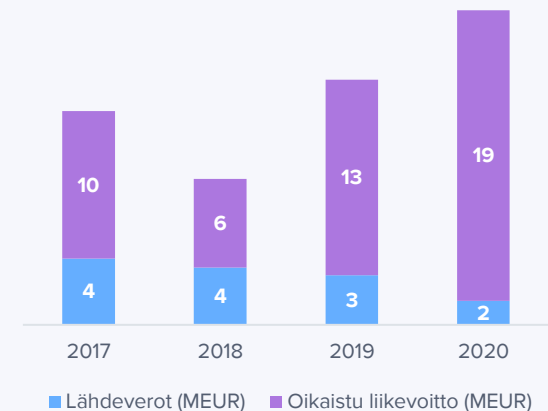
Viime vuoden operatiivisella suorituksella ja vuoden lopun taseparametreillä Tecnotreen nettovelan ja käyttökateen suhde on 0,6x. Mielestämme tämä ei kuitenkaan anna täysin oikeaa kuvaa yhtiön velankantokyvystä, sillä yhtiön vapaa kassavirta on rakenteellisesti sekä käyttökateen että myös muita tulosrivejä matalampi. Tätä ja kassavirran kotiuttamiseen liittyviä tekijöitä peilaten pidämme Tecnotreen tapauksessa nettovelan ja vapaan kassavirran suhdetta velankantokykyä paremmin havainnollistavana tekijänä. Vuonna 2020 tämä suhde oli 1,7x, mitä voidaan mielestämme pitää järkevänä ja kokonaisriskitason kannalta neutraalina.

Juuri kassavirran tuottamiseen liittyvien pullonkaulojen takia uskommekin yhtiön suosivan yli ajan kohtuullisen vahvan taseaseman säilyttämistä. Tämä on mielestämme järkevä lähestymistapa, sillä liikevaihdon kasvun tavoittelu on etenkin käyttöpääoman sitoutumisen ja kassavirran tekemisen kannalta työläs harjoitus. Toisaalta vahva taseasema mahdollistaa samaan aikaan yhtiölle myös liiketoiminnan pitkäjänteisemmän kehittämisen ja sitä kautta pidemmän aikavälin arvonluontiedellytysten parantamisen (mm. parempi liikkumatila investointien toteuttamiselle).

Henkilöstö- ja muut kulut

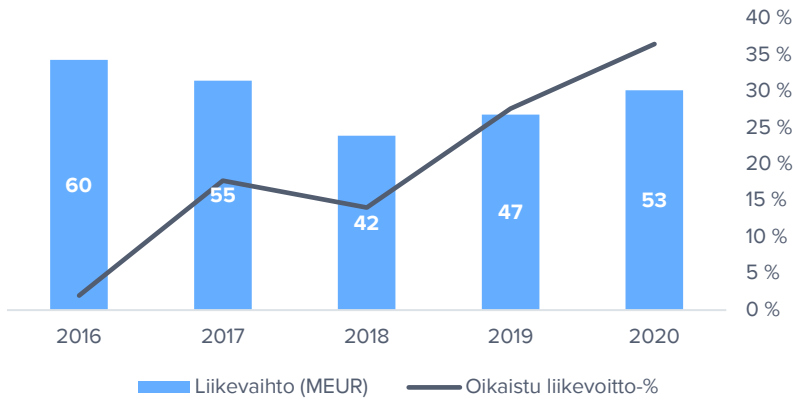


Lähdeverorasituksen kehitys

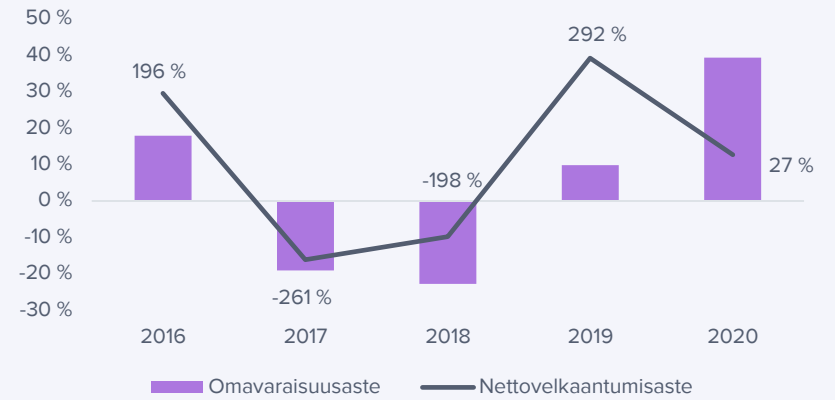


Taloudellinen tilanne

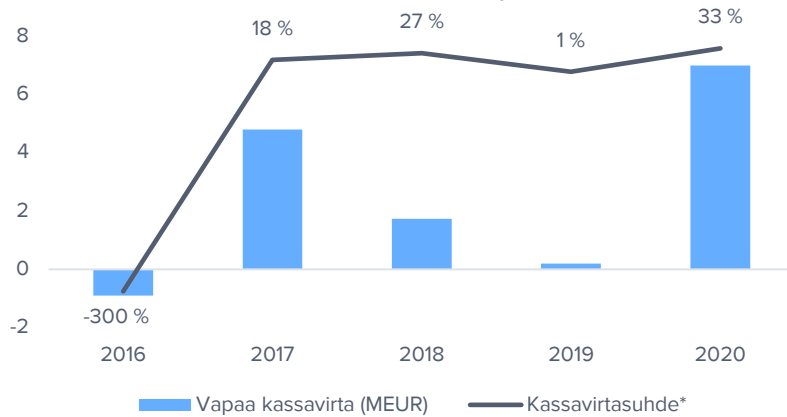
Liikevaihdon ja kannattavuuden kehitys



Taseaseman kehitys

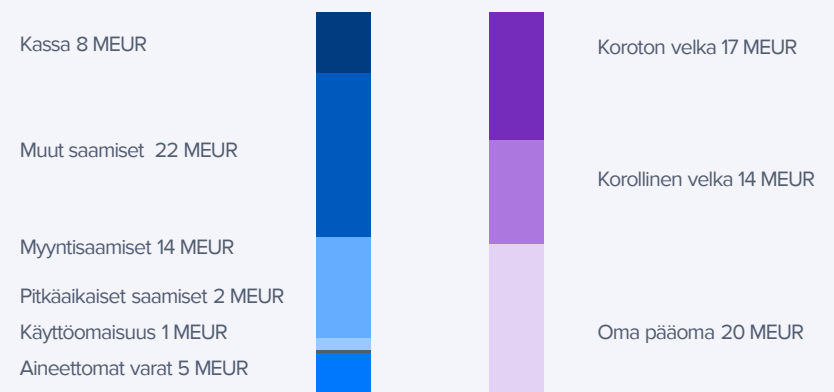


Kassavirran kehitys



* Vapaan kassavirran suhde oikaistuun käyttökatteeseen

Taseasema vuoden 2020 lopussa



Ennusteet 1/3

Ennustemalli

Ennustamme Tecnotreen liikevaihdon lyhyen aikavälin kehitystä pääasiallisesti tilauskannan, saatujen uusien tilausten sekä arvioimimme jatkuvien tulovirtojen pohjalta. Keskipitkällä ja pitkällä aikavälillä ennusteemme perustuvat pitkälti toimialan yleisten suuntaviivojen ja niihin vaikuttavien voimien päälle. Näkyvyys Tecnotreen liiketoimintaan on lyhyellä aikavälillä mielestämme kohtuullinen, sillä tilauskannan rakenne on pitkäjätkö ja liikevaihdossa on mukana mukava määrä myös jatkuvia tulovirtoja. Lyhyellä aikavälillä olennaisimmat epävarmuudet kohdistuvat uusiin tilauksiin ja siten kasvun kulmakertoimeen. Tämän taustalla ovat operaattoreiden investointeihin liittyvät ajoitukselliset tekijät sekä korkean teknisen velan purkamiseen liittyvä dynamiikka (mm. vanhoista ratkaisuksista irtaantumisen aikataulu ja korkea kustannus). Pidemmälle katsottaessa samaa problematiikkaa ei sen sijaan vastaavalla tavalla ole ja kasvu onkin selvästi riippuvaisempi yhtiön omasta kilpailukyvyystä ja strategian toteuttamisesta.

Lyhyen ja keskipitkän aikavälin kannattavuuden arvioinnissa keskitymme etenkin kiinteiden kulujen vuositason mallintamiseen. Sama logiikka pätee myös pitkän aikavälin ennusteisiimme, joskin katsomme tuloksentehtävyyttä myös kestäviksi arvioimimme marginaalitasojen ja kassavirtojen kautta. Keskeisimmät operatiiviseen kannattavuuteen kohdistuvat epävarmuudet liittyvät yhtiön kuluprofiilia mukailien henkilöstötehokkuuteen sekä organisaatioon

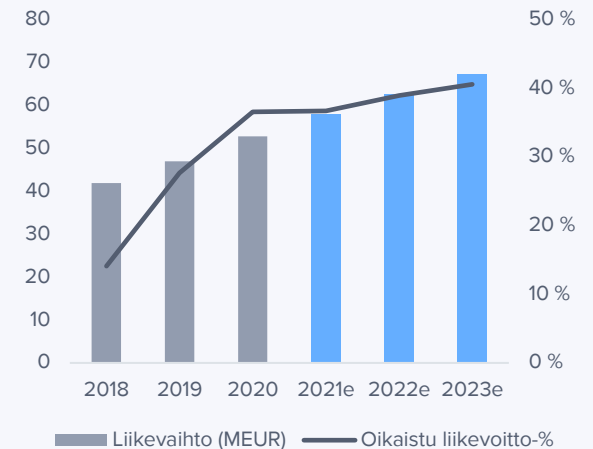
tehtävien investointien ajoittumiseen ja kokoluokkaan (mm. juuri uudet asiantuntijaresurssit). Alariveillä vaikeimmin arvioitavissa olevat erät ovat puolestaan lähdeveroja.

Vuoteen 2021 operatiivisesti hyvistä asemista

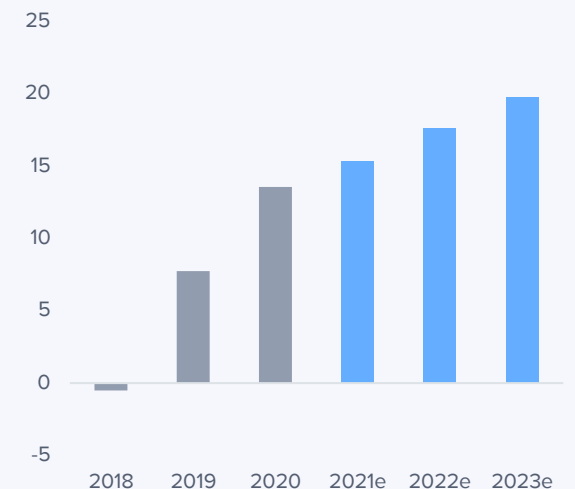
Tecnotreen vuosi 2020 oli lyhyesti sanottuna mainio. Yhtiö onnistui koronapandemian vaikeuttamassa ympäristössä kasvamaan, laskemaan piirun verran asiakasriskiään, tekemään liiketoiminnastaan rakenteellisesti paremman sekä allokoimaan pääomaansa kohdennetusti niin saneerausohjelman vaateisiin kuin suunniteltuihin kasvuinvestointeihinkin. Samaan aikaan yhtiö onnistui vaalimaan ja tiettyjen, joskin jossain määrin väliaikaisiksi jäävien kulupoistumien (mm. matkustus- ja toimistokulut) myötä myös petraamaan tehokkuustasoaan. Näiden onnistumisten summana yhtiö ylsikin viime vuonna erittäin korkeaan 37 %:n oikaistuun liikevoittoon ja historia huomioiden absoluuttisesti hyvään vapaaseen kassavirtaan. Nykyistä suorittamista ja vuoden 2020 lopussa tukevalla tasolla ollutta 32 MEUR:n tilauskantaa mukailien yhtiön operatiivinen lähtötilanne vuoteen 2021 oli mielestämme hyvä.

Hyvästä lähtötilanteesta huolimatta yhtiö ei vielä tilinpäätöksensä yhteydessä antanut koko vuoden ohjeistusta edelleen akuutin pandemiatilanteen ja sen kehittymiseen sidonnaisten riskien takia. Tämä lähestymistapa on mielestämme melko varovainen. Näkemystämme tästä tukevat hyvän

Liikevaihdon ja kannattavuuden kehitys



Nettotuloksen (MEUR) kehitys



Ennusteet 2/3

lähtötilanteen ohella myös tuoteratkaisuiden takana olevat vahvat ajurit kuten liiketoimintaa kehittävät luonteet ja operaattoreiden edenneet toimintamallitransformaatiot. Toisaalta Tecnotreen maantieteellinen asemoituminen, sen mukanaan tuomat kommervenkit sekä jo aikaisemmin esiin nostetut ja uusiin tilauksiin liittyvät dynamiikat puoltavat vuosiohjeistukseen tiettyä malttia täysin normaaleissakin olosuhteissa.

Vuonna 2021 odotamme Tecnotreen liikevaihdon kasvavan 10 % 57,9 MEUR:oon. Kasvun keskeisimpinä ajureina näemme viime vuonna solmittujen kauppojen takapotkuiset tuloutumiset, suurimpien asiakkaiden investoinnit, näistä tulevat uudet tilaukset sekä kokonaan uusien asiakkuuksien voittamisen. Toimialaa ohjaavia voimia mukailien uskomme myös Tecnotreen liiketoiminnan rakenteen jatkavan kohentumistaan vuoden 2021 aikana. Näin ollen odotamme vanhemman sukupolven ratkaisuihin liittyvien ylläpitotuottojen kutistuvan, mutta uusien pilvipohjaisten ratkaisuiden ja siten paremman skaalautuvuuden liikevaihdon kompensoivan näitä tulonmenetyksiä.

Oikaistun liikevoiton odotamme kohoavan 10 % 21,2 MEUR:oon liikevaihdon kasvun ja sen parantuvan rakenteen vetämänä. Henkilöstötehokkuuden arvioimme pysyvän absoluuttisesti hyvällä tasolla, mutta sekä kohdennettujen kasvuinvestointien että tietyiltä osin normalisoituvan kulutason rajoittavan kasvun skaalautumista. Kulukurin odotamme pysyvän kuitenkin kokonaisuudessaan kovana ja

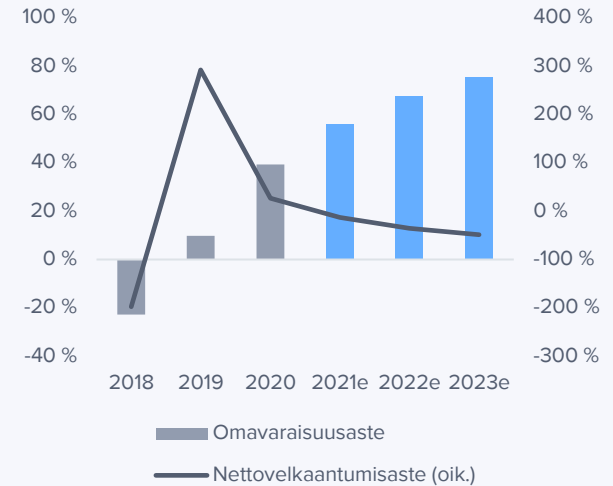
liikevoittomarginaalin asettuvan 37 %:iin. Kustannustehokkuudesta ja korkeasta marginaalitasosta kiinni pitäminen on kassavirran tekemisen kannalta erittäin tärkeää, sillä kasvun edellyttämät käyttöpääomatarpeet ovat isoja.

Rahoituskulujen odotamme olevan ennen eikassavirtavaikutteisia valuuttakurssieroja normaaleilla tasoillaan, kun taas kokonaisveroasteen arvioimme pysyvän edellisvuoden tasolla. Näin ollen arvioimme Tecnotreen yltävän tänä vuonna 15,3 MEUR:n nettotulokseen, mikä vastaa 0,06 euron osakekohtaista tulosta. Operatiivisen kassavirran odotamme petraavan edellisvuodesta tulosparannuksen ja rauhallisemman kasvun myötä maltillisemmaksi jäävän käyttöpääoman sitoutumisen ajamana. Vuoden lopun taseaseman arvioimme edellä esitetyn juoksutuksen seurauksena päätyvän vahvaksi (2021e: omavaraisuusaste 56 % ja nettovelkaantumisaste -13 %).

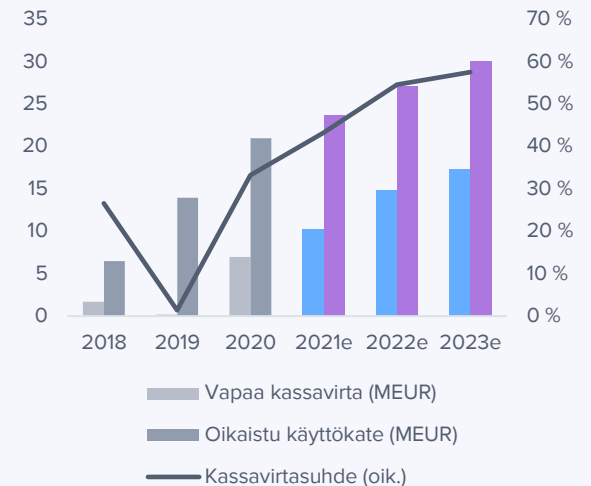
Kasvu jatkuu vuonna 2022

Vuonna 2022 odotamme Tecnotreen jatkavan terveellä kasvu-uralla ja liikevaihdon kasvavan 8 % 62,6 MEUR:oon suurimpien asiakkaiden hyvien investointien, oman suhteellisen aseman pitävyyden ja sekä etenevän uusasiakashankinnan että toimiala-ajureiden tuomien mahdollisuuksien ajamana. Näiden tekijöiden tukemana odotamme myös yhtiön liiketoiminnan rakenteen jatkavan asteittaista paranemistaan. Vaikka kasvuennustemme itsessään on kohtuullisen

Taseaseman kehitys



Kassavirran kehitys



Ennusteet 3/3

reipas, voi yhtiöllä olla rahkeita tätä parempaan suoritukseen. Taakseen tällainen kehitys vaatisi kuitenkin sitä, että suurimpien asiakkaiden sisällä ja uusasiakaskentällä olevat tilaisuudet osoittautuvat odotuksiamme paremmiksi. Lisäksi tämä edellyttäisi, että näitä tilaisuuksia kyetään ulosmittaamaan arvioitamme tehokkaammin (ts. omaan kilpailukykyyn liitännäiset tekijät).

Liikevoiton odotamme kohovan vuonna 2022 15 % 24,3 MEUR:oon liikevaihdon kasvun ja sen edellisvuotta paremman skaalautumisen vetämänä. Normaaleilla tasoillaan pysyville rahoituskulujen ja verorasitteiden jälkeen arvioimme Tecnotreen nettotuloksen asettuvan 17,6 MEUR:oon. Operatiivisen kassavirran ennakoimme kasvavan tulosta vauhdikkaammin edellisvuotta hitaampaa kasvua ja siten matalampaa käyttöpääoman rahoitustarvetta peilaten. Tämän ja hyvän tulostason odotamme puolestaan näkyvän taseaseman vahvistumisena. Vuoden 2022 lopun omavaraisuusasteen arvioimmekin asettuvan 68 %:iin ja nettovelkaantumisasteen -35 %:iin. Nämä tasot olisivat Tecnotreen liiketoimintalogiikka huomioiden jo erittäin vahvoja ja ilman saneerausohjelman rajoitteita yhtiöllä olisikin väkevät edellytykset voitonjakoon.

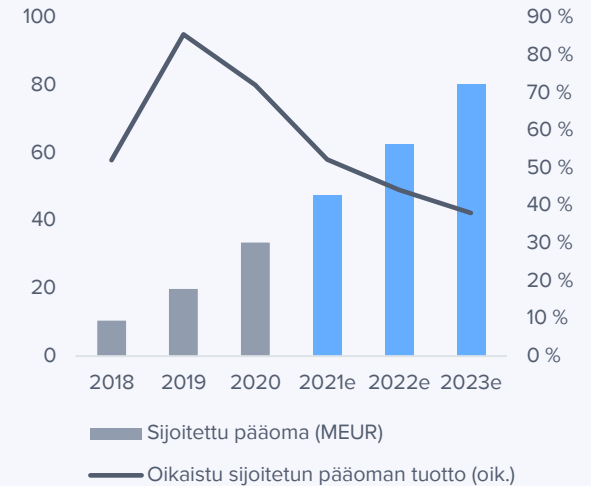
Kasvua myös vuoden 2022 jälkeen

Odotamme Tecnotreen jatkavan kasvustrategiansa toteuttamista myös vuodesta 2022 eteenpäin. Pidemmän aikavälin ennusteessamme odotamme Tecnotreen jatkavan kasvuaan toimialalla vaikuttavien ajureiden ja

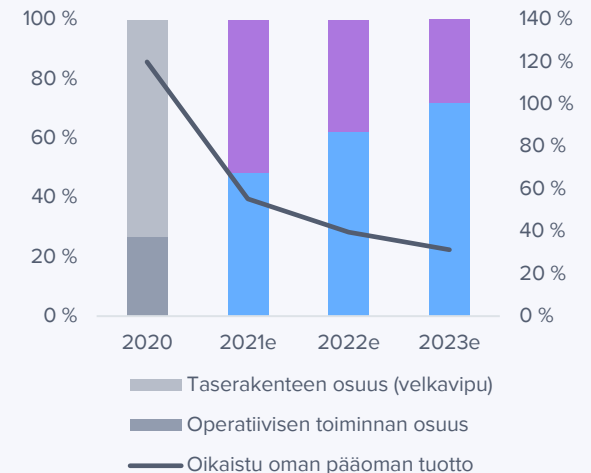
omien vahvuuksien tukemana. Ennustamme Tecnotreen liikevaihdon kasvavan pitkällä tähtäimellä 3-7 % vuodessa, mikä on mekaaninen varmuusvara huomioiden linjassa toimialan pidemmän aikavälin odotetun kasvun kanssa. Keskipitkällä ja varsinkin pitkällä aikavälillä Tecnotreen on arvioimme mukaan mahdollista löytää hyviä kasvupolkuja telekommunikaatiosektorin ulkopuolisista vertikaaleista. Toistaiseksi emme ole kuitenkaan antaneet ennusteissamme näille mahdollisuuksille painoarvoa, vaan katsomme niitä enemmänkin optioiden kaltaisina vaihtoehtoina. Mielestämme tämä on perusteltu valinta, kun huomioidaan uusiin vertikaaleihin murtautumisen dynamiikka (mm. myyntistrategian valinta ja vallitsevat kilpailutilanteet), omien resurssien rajallisuus sekä yleisesti ottaen toimialan ennakoimiseen liittyvät vaikeudet.

Liikevoittomarginaalin odotamme pitkällä aikavälillä pysyvän vahvalla 36-41 % tasolla. Keskeisimmät pitkän aikavälin kannattavuusajurit ovat liikevaihdon kasvu, liiketoiminnan rakenteen asteittain jatkuva parantuminen sekä nykyisistä tehokkuustasoista kiinni pitäminen. Keskeisimmät riskit liittyvät puolestaan omaan suhteelliseen asemaan sekä siihen, miten yhtiö onnistuu lukemaan ja ennakoimaan markkinaa sekä investoimaan näiden havaintojen pohjalta. Odottamme marginaalitason ja kasvuvauhdin yhtälössä operatiivisen kassavirran tulisi pysyä hyvällä ja samalla myös strategista liikkumatilaa mahdollistavalla tasolla.

Sijoitetun pääoman tuoton kehitys



Oman pääoman tuoton kehitys*



* Vuosina 2018-2019 keskimääräinen oma pääoma ja / tai nettotulos negatiivinen

Tuloslaskelma

Tuloslaskelma	2019	Q1'20	Q2'20	Q3'20	Q4'20	2020	Q1'21e	Q2'21e	Q3'21e	Q4'21e	2021e	2022e	2023e	2024e
Liikevaihto	47,0	9,8	14,2	14,6	14,2	52,8	10,1	15,2	16,6	16,0	57,9	62,6	67,1	70,7
Tecnotree	47,0	9,8	14,2	14,6	14,2	52,8	10,1	15,2	16,6	16,0	57,9	62,6	67,1	70,7
Käyttökate	15,4	1,5	6,8	7,4	4,6	20,3	3,4	6,6	7,1	6,7	23,7	27,1	30,1	32,5
Poistot ja arvonalennukset	-1,0	-0,4	-0,5	-0,5	-0,3	-1,7	-0,6	-0,6	-0,6	-0,6	-2,5	-2,8	-2,9	-3,3
Liikevoitto ilman kertaeriä	13,0	2,3	5,8	6,9	4,3	19,3	2,7	6,0	6,4	6,1	21,2	24,3	27,2	29,3
Liikevoitto	14,4	1,1	6,3	6,9	4,3	18,6	2,7	6,0	6,4	6,1	21,2	24,3	27,2	29,3
Tecnotree	14,4	1,1	6,3	6,9	4,3	18,6	2,7	6,0	6,4	6,1	21,2	24,3	27,2	29,3
Nettorahoituskulut	-2,6	-0,2	-0,9	-1,6	-0,2	-2,7	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,8	-0,9	-0,9	-0,8
Tulos ennen veroja	11,8	1,0	5,5	5,3	4,2	15,9	2,5	5,8	6,2	5,9	20,4	23,4	26,3	28,5
Verot	-4,1	-0,4	-1,2	-0,9	0,1	-2,3	-0,6	-1,4	-1,6	-1,5	-5,1	-5,9	-6,6	-7,1
Vähemmistöosuudet	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Nettotulos	7,7	0,6	4,3	4,5	4,3	13,6	1,9	4,3	4,7	4,4	15,3	17,6	19,7	21,4
EPS (oikaistu)	0,03	0,01	0,01	0,02	0,02	0,05	0,01	0,02	0,02	0,02	0,06	0,06	0,07	0,08
EPS (raportoitu)	0,03	0,00	0,02	0,02	0,02	0,05	0,01	0,02	0,02	0,02	0,06	0,06	0,07	0,08

Tunnusluvut	2019	Q1'20	Q2'20	Q3'20	Q4'20	2020	Q1'21e	Q2'21e	Q3'21e	Q4'21e	2021e	2022e	2023e	2024e
Liikevaihdon kasvu-%	12,2 %	3,2 %	29,1 %	17,7 %	0,7 %	12,3 %	3,0 %	6,8 %	13,5 %	13,0 %	9,6 %	8,1 %	7,3 %	5,3 %
Oikaistun liikevoiton kasvu-%	120,3 %	130,0 %	61,1 %	60,5 %	4,9 %	48,5 %	19,2 %	2,6 %	-6,6 %	42,0 %	10,1 %	14,6 %	11,8 %	7,6 %
Käyttökate-%	32,8 %	15,3 %	47,9 %	50,7 %	32,4 %	38,4 %	33,3 %	43,3 %	42,6 %	41,9 %	41,0 %	43,3 %	44,8 %	46,0 %
Oikaistu liikevoitto-%	27,7 %	23,5 %	40,8 %	47,3 %	30,3 %	36,6 %	27,2 %	39,2 %	38,9 %	38,1 %	36,7 %	38,9 %	40,5 %	41,4 %
Nettotulos-%	16,5 %	5,6 %	29,9 %	30,8 %	30,1 %	25,7 %	18,9 %	28,4 %	28,2 %	27,6 %	26,5 %	28,1 %	29,4 %	30,2 %

Lähde: Inderes

Tase

Vastaavaa	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Pysyvät vastaavat	6,8	7,3	8,5	10,3	11,9
Liikearvo	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Aineettomat hyödykkeet	3,0	5,3	6,9	8,4	9,9
Käyttöomaisuus	2,4	0,5	0,6	0,8	1,0
Sijoitukset osakkuusyrityksiin	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut sijoitukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset varat	0,8	1,0	1,0	1,0	1,0
Laskennalliset verosaamiset	0,6	0,5	0,0	0,0	0,0
Vaihtuvat vastaavat	30,1	43,3	54,8	68,2	84,4
Vaihto-omaisuus	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut lyhytaikaiset varat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Myyntisaamiset	26,7	35,3	38,2	40,1	41,6
Likvidit varat	3,4	8,0	16,6	28,2	42,8
Taseen loppusumma	36,8	50,6	63,3	78,5	96,3

Lähde: Inderes

Vastattavaa	2019	2020	2021e	2022e	2023e
Oma pääoma	3,6	19,9	35,7	53,4	73,1
Osakepääoma	1,3	1,3	1,3	1,3	1,3
Kertyneet voittovarot	5,2	18,7	34,1	51,7	71,4
Oman pääoman ehtoiset lainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Uudelleenarvostusrahasto	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muu oma pääoma	-3,1	-0,2	0,0	0,0	0,0
Vähemmistöosuus	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0
Pitkäaikaiset velat	21,8	18,7	16,0	12,7	10,0
Laskennalliset verovelat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Varaukset	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lainat rahoituslaitoksilta	15,0	12,6	10,6	8,0	6,0
Vaihtovelkakirjalainat	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Muut pitkäaikaiset velat	6,8	6,1	5,4	4,7	4,0
Lyhytaikaiset velat	11,5	12,0	11,9	12,8	13,6
Lainat rahoituslaitoksilta	1,3	1,1	1,5	1,5	1,5
Lyhytaikaiset korottomat velat	9,4	10,9	10,4	11,3	12,1
Muut lyhytaikaiset velat	0,7	0,0	0,0	0,0	0,0
Taseen loppusumma	36,8	50,6	63,3	78,5	96,3

Arvonmääritys ja suositus 1/4

Tulos ja kassavirta ovat keskiössä

Suosimme Tecnotreen hinnoittelun tarkastelussa tulos- ja kassavirtapohjaisia kertoimia. Tecnotree on viimeisen parin vuoden aikana onnistunut keventämään lähdeverotaakkaansa ja siten parantamaan nettotuloksensa laatua. Samaan aikaan yhtiö on myös nostanut tulostasonsa merkittävästi aikaisempaa korkeammalle. Yhdessä nämä tekijät ovatkin tehneet mahdolliseksi sen, että yhtiön hinnoittelua voidaan ensisijaisesti katsoa P/E-luvun kautta. Tulospohjaisista kertoimista suosimme myös taseen paremmin huomioivaa EV/EBIT-kerrointa. Kassavirtapohjaisia kertoimia pidämme puolestaan hyvänä hygieniatestinä tulospohjaiselle arvostustasolle tuloskasvun, maantieteellisen asemoitumisen ja kassavirran tekemisen kolmikantaan liittyviä muuttujia heijastellen.

Arvostuksessa huomioitavat tekijät

Mielestämme seuraavat tekijät vaikuttavat Tecnotreen arvostukseen:

- **Kustannustehokas kulttuuri** mahdollistaa samaan aikaan hyvän kannattavuustason ylläpitämisen sekä oman kilpailukyyn kannalta tärkeiden investointien toteuttamisen.
- **Viime vuosien tuloskasvunäytöt** ovat mainioita, mikä kertoo mielestämme sekä yhtiön oman teknologian arvosta ja kilpailukyystä että kustannustehokkaan toimintamallin kestäväyydestä. Nämä näytöt yhdessä skaalautuvan liiketoimintamallin kanssa vahvistavat luottamusta myös tulevia

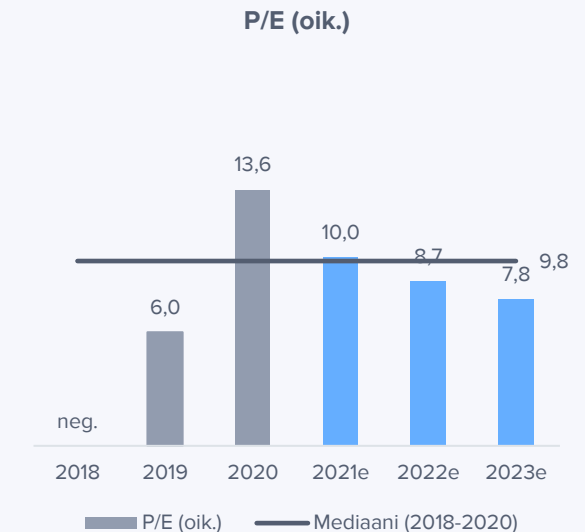
vuosia ajatellen.

- **Muutos projektitalosta tuotetaloksi** on ollut erittäin onnistunut, mikä on parantanut liiketoiminnan rakennetta ja laskenut osakkeen riskiprofiilia.
- **Orgaaninen kasvunäkymä** on hyvä ja jatkuvat tulovirrat parantavat tuloskehityksen näkyvyyttä, vaikka lyhyellä aikavälillä operaattoreiden investoinneissa aina syklisiä piirteitä onkin.
- **Kassavirtaprofiili on tervehtynyt**, mutta siihen ja kehittyvillä talousalueilla toimimiseen liittyviä riskejä ei ole syytä sivuuttaa.
- **Keskittynyt asiakasportfolio** nostaa riskiprofiilia ja edellyttää tiettyjä turvamarginaaleja arvostuskertoimiin.
- **Saneerausohjelma kestää vuoteen 2025**, mikä rajoittaa yhtiön taloudellista liikkumatilaa (mm. uuden velan ottaminen ei ole mahdollista) ja voi siten estää joihinkin kasvumahdollisuuksiin tarttumista.

Tecnotreen kaltaiselle hyvän kasvupotentiaalin ja skaalautuvan liiketoimintamallin omaavalle yhtiölle absoluuttisen kerroinhaarukan tiukka lukitseminen on hyvin vaikeaa. Mielestämme se on jossain määrin jopa vaarallista, sillä liian suoraviivainen lähestymistapa voi ohjata katsomaan yhtiötä turhan lyhyellä perspektiivillä ja / tai pelkästään senhetkisten tulos- ja riskiparametrien kautta. Tätä peilaten näemmekin järkevänä tarkastella yhtiön hinnoittelua ja saatavilla olevaa tuotto-odotusta yhtiön laadullisilla ominaisuuksilla, neutraaleiksi

Arvostustaso	2021e	2022e	2023e
Osakekurssi	0,56	0,56	0,56
Osakemäärä, milj. kpl	274,6	274,6	274,6
Markkina-arvo	154	154	154
Yritysarvo (EV)	149	135	118
P/E (oik.)	10,0	8,7	7,8
P/E	10,0	8,7	7,8
P/Kassavirta	15,0	10,4	8,9
P/B	4,3	2,9	2,1
P/S	2,7	2,5	2,3
EV/Liikevaihto	2,6	2,2	1,8
EV/EBITDA (oik.)	6,3	5,0	3,9
EV/EBIT (oik.)	7,0	5,5	4,4
Osinko/tulos (%)	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %

Lähde: Inderes



Lähde: Inderes

Arvonmääritys ja suositus 2/4

arvioimillamme arvostustasoilla, verrokeista saatavalla viitekehyksellä, pidemmälle katsovilla skenaarioilla sekä kassavirtamallilla. Tecnotreen omat historialliset arvostustasot eivät sen sijaan tuo nykyhinnoitteluun mitään lisäarvoa murroksen läpikäynyttä liiketoimintamallia ja selätettyjä taloudellisia vaikeuksia heijastellen.

Tuloskertoimet eivät ole korkeita

Ennusteillamme Tecnotreen P/E-luvut vuosille 2021 ja 2022 ovat 10x ja 9x, kun taas vastaavat EV/EBIT-kertoimet ovat 7x ja 6x. Nämä tasot ovat mielestämme Tecnotreen kasvu- ja kannattavuusprofiili huomioiden todella maltillisia. Näkemystämme tästä tukee erityisesti se, että yhtiön PEG-kerroin on seuraavan kolmen vuoden odotetulla keskimääräisellä (CAGR) tuloskasvulla 0,8x. Viime vuosien vakuuttavia operatiivisia näyttöjä ja tuloskehityksen kohtuullista näkyvyyttä vasten (mm. tilauskanta ja jatkuvat tulovirrat) PEG-kerroin voisi mielestämme perustellusti, mutta samalla riittävät varmuusvarat huomioiden tässä vaiheessa asettua vähintään 1,1x-1,2x tasolle. P/E-luvuksi käännettynä tämä tarkoittaisi puolestaan noin 13x-14x tuloskertoimia ja siten noin 30-40 % tuottopotentiaalia. Melko reippaankin nousuvaran jälkeen edellä mainitusta juoksutuksesta saadut kertoimet olisivat mielestämme vielä hyvinkin neutraaleja. Tätä kokonaisuutta mukaillen näemme tuloskertoimissa nykytasoiltaan oleellista nousupainetta.

Näkemystämme matalasta tulos pohjaisesta arvostuksesta tukee myös se, että vuoden 2020 toteutuneella tuloksella oikaistu P/E-luku on hyvin

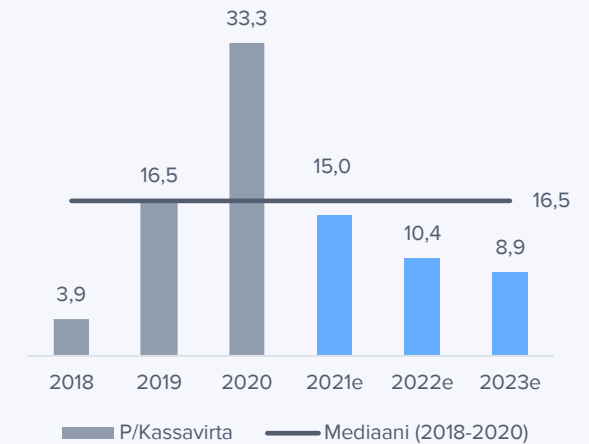
maltillinen 10x. Tätä peilaten Tecnotreen nykyisessä arvostuksessa on mielestämme sisällä reilua puskuria toimintaan liittyvien riskien realisoitumista ja siten odotuksiamme heikompaan tuloskehitystä vastaan. Ennusteillamme myös kassavirtapohjaiset kertoimet ovat oikeinkin järkevillä 15x ja 10x tasoilla, emmekä näe arvostuskuvan pitävän tässä mielessä sisällään minkäänlaisia epäsuhtia.

Näkemyksemme mukaan yhtiön nykyhinnoittelua hallitsee enemmänkin lyhyen tähtäimen tuloskehitykseen ja todennäköisesti jossain määrin myös yhtiön vaikeaan historiaan liittyvät riskit kuin nykyinen operatiivinen profiili. Tätä peilaten näemmekin, ettei yhtiön nykyistä suorittamisen tasoa, todistettua kilpailukykyä ja pidemmän aikavälin tulospotentiaalia huomioida tällä hetkellä todellisen arvonsa mukaisesti. Tämä kulma vahvistaa näkemystämme tulos pohjaisten kertoimien nousuvarasta.

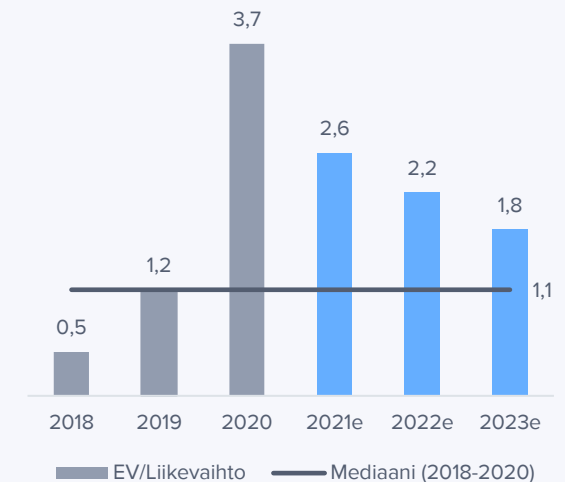
Verrokeista saadaan vain viitekehys

Listattujen BSS-toimittajien lukumäärä jää muutamiiin yhtiöihin. Tämän takia suhteellisen hinnoittelun rooli arvonmäärityksessämme on toissijainen ja hyödynnämmekin verrokkiryhmää vain eräänlaisena viitekehysten tarjoajana. Listatuista BSS-toimittajista kaikki ovat Tecnotreetä selvästi kookkaampia ja myös yhtiöiden maantieteelliset painopistealueet ja siten strategiset valinnat painottuvat kehittyneille markkinoille. Tämä tekee verrokkiryhmän riskiprofiilista matalamman. Tecnotreen operatiivinen tehokkuus on kuitenkin selvästi

P/Kassavirta



EV/Liikevaihto



Arvonmääritys ja suositus 3/4

vertailuryhmää korkeampi, mikä osaltaan tasaa riskiprofiilien kautta tulevia eroavaisuuksia. Vertailuryhmään nähden Tecnotreen tulospohjainen alennus on noin 40 %. Mainiossa kunnossa oleva perustekeminen, tuloksen parantunut laatu ja tervehtynyt kassavirtaprofiili huomioiden tämän kokoluokan alennus ei ole mielestämme järkeenkäypä. Mielestämme yhtiö tulisivikin hinnoitella selvästi lähemmäs kapeaa vertailujoukkoaan. Pidemmällä aikavälillä yhtiö voi mielestämme olla oikeutettu myös pieneen suhteelliseen preemioon, kunhan vain kannattavan kasvun tavoittelussa ja sitä myöten riskiprofiilin asteittaisessa laskussa onnistutaan. Vertailuryhmä ei myöskään itsessään ole erityisen kallis, mikä tukee näkemystämme suhteellisen arvostuksen nousuvarasta.

Pidemmän aikavälin skenaariot

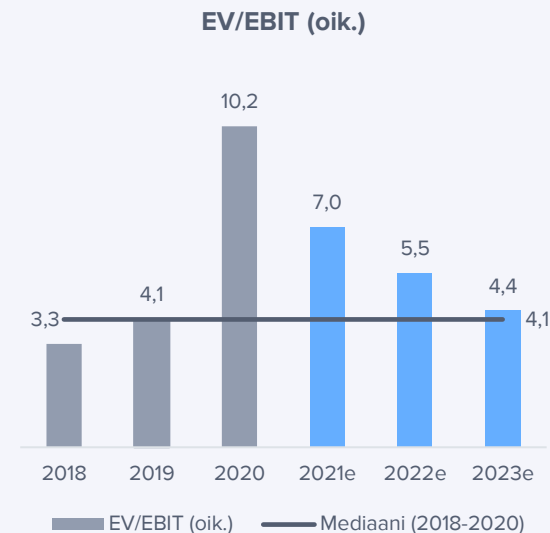
Olemme haarukoineet Tecnotreen vuotuista tuotto-odotusta myös kolmen vuoteen 2025 asti ulottuvan skenaarion kautta. Nämä skenaariot pohjautuvat tekemiimme oletuksiin yhtiön strategian toteuttamisesta, kilpailukyyn säilymisestä / kehittymisestä sekä liiketoimintamallin skaalautumisesta. Vaikka luomamme skenaariot ovatkin varsin staattisia ja tekemämme syy-seurausolettamat suoraviivaisia, tarjoaa tämä lähestymistapa kuitenkin havainnollistavaa konkretiaa osakkeen sisällään pitämästä potentiaalista.

Nykyisillä ennusteillamme odotamme Tecnotreen onnistuvan strategiansa toteuttamisessa ja keskeisimpien vahvuksiensa vaalimisessa hyvin. Näiden onnistumisten odotamme tarkoittavan keskimäärin 7 % liikevaihdon vuotuista kasvua. Odotamme yhtiön kuitenkin jatkuvasti myös

investoivan arvonluonnin kannalta kriittisiin toimintoihin, mikä osaltaan rajaa kasvun skaalautuvuutta. Näistä panostuksista huolimatta arvioimme liikevoittomarginaalin pysyvän loisteliaalla 40 %:n tasolla. Vahvaa kannattavuutta, edelleen isoa kasvupotentiaalia sekä hyvän operatiivisen tekemisen laskemaa riskiprofiilia heijastellen yhtiötä voitaisiin tuolloin hinnoitella mielestämme vähintään 10x EV/EBIT-kertoimella. Näillä oletuksilla Tecnotreen velaton yritysarvo vuonna 2025 olisi 297 MEUR ja markkina-arvo vastaavasti ennusteidemme mukaisella nettokassalla 366 MEUR. Nykyiseen markkina-arvoon suhteutettuna tämä puolestaan tarkoittaisi 19 % vuotuista tuotto-odotusta.

Pessimistisessä skenaariossa olemme olettaneet yhtiön strategian toteuttamisen jäävän heikoksi ja tämän johtavan sekä vääränlaisiin investointeihin että teknologisen kilpailukyyn rapistumiseen. Liikevaihdon vuotuinen kasvu jää tässä

	Pessimistinen	Nykyinen	Optimistinen
Liikevaihto (MEUR)	55,6	74,2	92,7
<i>Liikevaihdon kasvu CAGR (2021-2025)</i>	1 %	7 %	12 %
Liikevoitto (MEUR)	14	30	42
Liikevoittomarginaali	25 %	40 %	45 %
Neutraali tuloskerroin (EV/EBIT)	8	10	12
Yritysarvo 2025e (MEUR)	111	297	501
Nettokassa 2025e	38	69	83
Markkina-arvo 2025e (MEUR)	149	366	584
<i>Osakekohtainen markkina-arvo</i>	0,5	1,3	2,1
Tuottopotentiaali	-3 %	137 %	279 %
Vuotuinen tuotto-odotus	-1 %	19 %	31 %



Arvonmääritys ja suositus 4/4

skenaariossa hyvin hitaaksi ja liikevoittomarginaali putoaa investointivirheiden myötä 25 %:n tasolle. Tällaisessa maailmassa yhtiö tekisi hyvää tulosta ja tervettä kassavirtaa. Heikomman kasvuprofiilin tulisi kuitenkin näkyä hinnoittelussa, mitä mukaillen tämän skenaarion EV/EBIT-kerroin voisi mielestämme asettua 8x kohdalle. Yhtiön markkina-arvo olisi tällöin 149 MEUR ja vuotuinen tuotto-odotus jäisi 0 %:iin. Pessimistisen skenaarion olennaisin viesti on mielestämme se, ettei yhtiöön tällä hetkellä kohdisteta erityisen vaativia odotuksia. Hahmottelemassamme skenaariorissa operatiivinen kehitys on vaatimatonta ja absoluuttinen tuloskerroin varsin matala, mutta vuotuinen tuotto jää vain piirun verran negatiiviseksi.

Optimistisessa skenaariorissa ennakoimme sekä investointien että strategian toteuttamisen olevan erittäin onnistunutta ja liikevaihdon kasvavan 12 %:n vuotuista vauhtia. Kasvun odotamme skaalautuvan mainiosti ja liikevoittomarginaalin ponnistavan 45 %:iin. Korkeamman kasvun, kannattavuuden sekä laskeneen riskiprofiilin (ml. vahvemmat näytöt kannattavasta kasvusta) tulisi näkyä myös tuloskerroimessa, ja mielestämme yhtiötä voitaisiin tällaisen kehityksen päätteeksi hinnoitella vähintään EV/EBIT-kertoimella 12x. Tällä juoksutuksella yhtiön markkina-arvoksi saadaan 585 MEUR, mikä vastaa 31 % vuotuista tuotto-odotusta.

Kassavirtapohjainen arvonmääritys

Annamme arvonmäärityksessämme painoarvoa myös kassavirtapohjaiselle mallille (DCF)

huolimatta siitä, että se on hyvin herkkä terminaalijakson muuttujille. Olemme kuitenkin käyttäneet DCF-mallimme terminaalijakson parametreissa verrattain konservatiivisia arvioita. Tätä peilaten malli tarjoaa mielestämme riittävän relevantin tuen muille käyttämillemme menetelmille ja erityisesti pidemmän aikavälin tuottopotentiaalain tarkastelulle.

DCF-mallimme mukainen osakkeen arvo on 0,84 euroa ja tukee näin ollen muiden käyttämiemme menetelmien indikoimaa arvoa osakkeen potentiaalista. Kokonaisuudessaan DCF-malli antaa mielestämme myös järkevän kuvan yhtiön tämänhetkisestä käyvästä arvosta. Ennustemallissamme yhtiön liikevaihdon kasvu tasaantuu pitkällä aikavälillä 3-7 %:iin ja terminaalissa 2 %:iin. Liikevoittomarginaalin odotamme pysyvän kasvun skaalautumista ja kuluorientoitunutta toimintamallia heijastellen 36-41 % tasoilla. Mallissamme terminaalijakson painoarvo on vielä hyvinkin käyttökelpoisella 51 % tasolla. Käyttämämme pääoman kustannus (WACC) on 10 % ja oman pääoman kustannus 11 %.

Tuotto-odotus on korkea

Käyttämiamme arvostusmenetelmiä peilaten yhtiö hinnoitellaan mielestämme varsin selvästi todellisen arvonsa alapuolelle. Odottamastamme tuloskasvusta ja arvostuskertoimien oleellisesta nousuvarasta muodostuva tuotto-odotus on korkea ja tuotto/riski-suhde mielestämme erittäin houkutteleva. Aloitamme Tecnotreen seurannan osta-suosituksella ja 0,68 euron tavoitehinnalla.

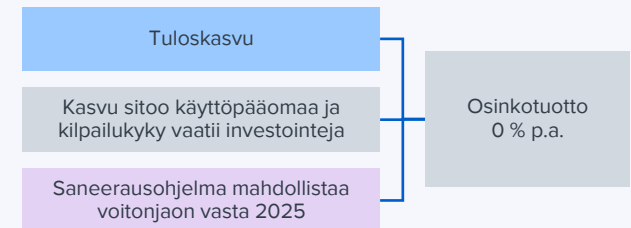
Osaketuoton ajurit 2021-2023

■ Positiivinen ■ Neutraali ■ Negatiivinen

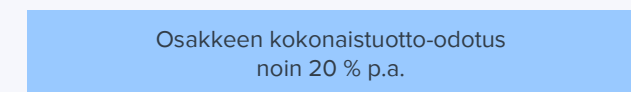
Tulostuoton ajurit



Osinkotuoton ajurit



Arvostuskertoimien ajurit



Kassavirtamalli

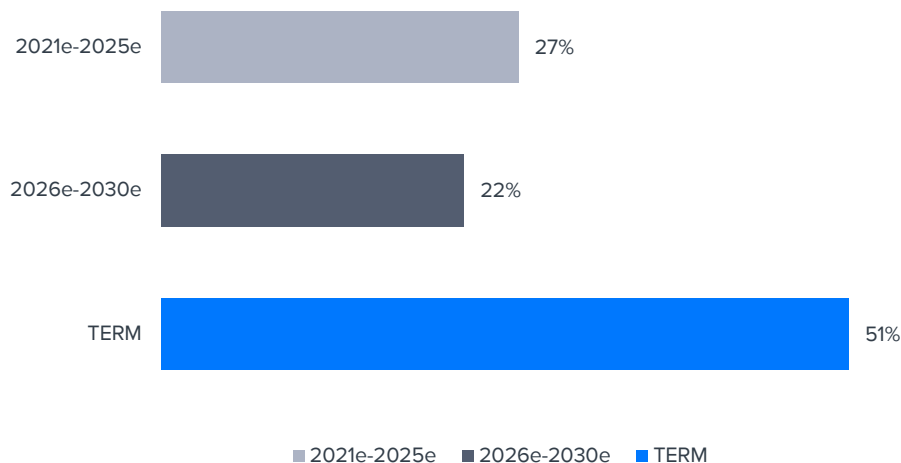
DCF-laskelma	2020	2021e	2022e	2023e	2024e	2025e	2026e	2027e	2028e	2029e	2030e	TERM
Liikevoitto	18,6	21,2	24,3	27,2	29,3	29,7	29,6	30,0	31,2	31,2	31,9	
+ Kokonaispoistot	1,7	2,5	2,8	2,9	3,3	3,8	4,0	4,1	4,2	4,2	4,2	
- Maksetut verot	-3,2	-4,6	-5,9	-6,6	-7,1	-7,2	-7,2	-7,3	-7,6	-7,7	-8,0	
- verot rahoituskuluista	-0,4	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	-0,2	0,0	
+ verot rahoitustuotoista	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
- Käyttöpääoman muutos	-8,1	-3,5	-1,0	-0,7	-0,1	0,0	0,1	-0,4	-0,4	0,0	-0,6	
Operatiivinen kassavirta	12,9	15,4	20,0	22,5	25,1	26,1	26,3	26,2	27,2	27,6	27,5	
+ Korottomien pitkä aik. velk. lis.	-1,9	-1,0	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7	-0,7	-0,5	0,0	
- Bruttoinvestoinnit	-3,6	-4,2	-4,5	-4,5	-4,5	-4,5	-4,5	-4,5	-4,5	-4,5	-4,3	
Vapaa operatiivinen kassavirta	7,4	10,3	14,8	17,3	19,9	20,9	21,1	21,0	22,0	22,6	23,2	
+/- Muut	-1,6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	
Vapaa kassavirta	5,8	10,3	14,8	17,3	19,9	20,9	21,1	21,0	22,0	22,6	23,2	302
Diskontattu vapaa kassavirta		9,6	12,6	13,4	14,0	13,4	12,3	11,1	10,6	9,9	9,3	121
Diskontattu kumulatiiv. vapaakassavirta		237	227	215	201	188	174	162	151	140	130	121
Velaton arvo DCF		237										
- Korolliset velat		-13,4										
+ Rahavarat		8,0										
-Vähemmistöosuus		0,0										
-Osinko/pääomapalautus		0,0										
Oman pääoman arvo DCF		232										
Oman pääoman arvo DCF per osake		0,84										

Pääoman kustannus (wacc)

Vero-% (WACC)	25,0 %
Tavoiteltu velkaantumisaste D/(D+E)	10,0 %
Vieraan pääoman kustannus	3,0 %
Yrityksen Beta	1,25
Markkinoiden riski-premio	4,75 %
Likviditeettipremio	2,75 %
Riskitön korko	2,0 %
Oman pääoman kustannus	10,7 %
Pääoman keskim. kustannus (WACC)	9,8 %

Lähde: Inderes

Rahavirran jakauma jaksoittain

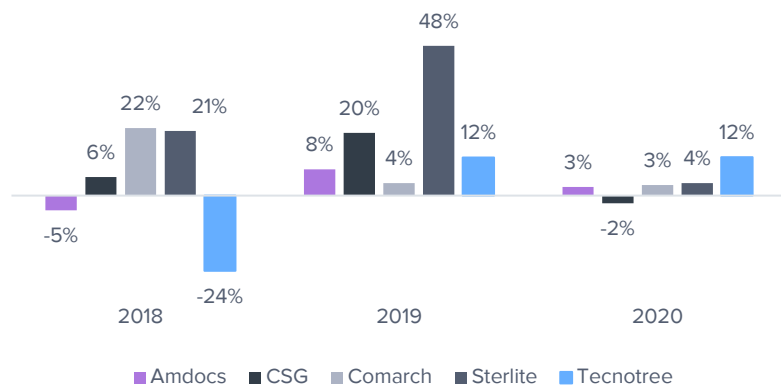


Vertailuryhmän arvostus

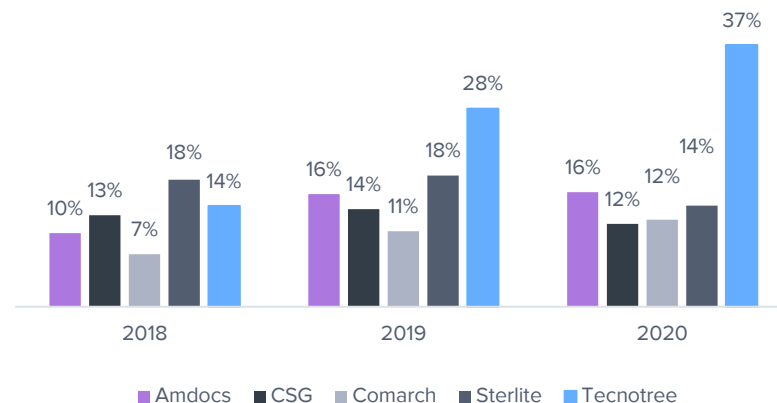
Verrokkiryhmän arvostus Yhtiö	Osakekurssi	Markkina-arvo MEUR	Yritysarvo MEUR	EV/EBIT		EV/EBITDA		EV/Liikevaihto		P/E		Osinkotuotto-%		P/B 2021e
				2021e	2022e	2021e	2022e	2021e	2022e	2021e	2022e	2021e	2022e	
Amdocs Ltd	82,16	9132	8516	11,0	10,3	8,6	7,7	1,9	1,8	17,5	16,1	1,7	1,8	2,8
CSG Systems International Inc	48,66	1347	1441							15,1	14,6			
Comarch SA	214,00	375	332	9,4	8,8	6,1	5,6	1,0	0,9			2,3	1,5	
Sterlite Technologies Ltd	193,75	897	1124	19,0	11,5	11,9	8,1	2,0	1,5	28,5	14,9	1,1	2,1	3,9
Tecnotree (Inderes)	0,56	154	149	7,0	5,5	6,3	5,0	2,6	2,2	10,0	8,7	0,0	0,0	4,3
Keskiarvo				13,1	10,2	8,9	7,2	1,6	1,4	20,3	15,2	1,7	1,8	3,3
Mediaani				11,0	10,3	8,6	7,7	1,9	1,5	17,5	14,9	1,7	1,8	3,3
Erotus-% vrt. mediaani				-36 %	-46 %	-27 %	-35 %	35 %	41 %	-43 %	-41 %	-100 %	-100 %	31 %

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

Liikevaihdon kasvujen kehitykset



Oikaistujen liikevoittomarginaalien kehitykset



Yhteenveto

Tuloslaskelma	2018	2019	2020	2021e	2022e	Osakekohtaiset luvut	2018	2019	2020	2021e	2022e
Liikevaihto	41,9	47,0	52,8	57,9	62,6	EPS (raportoitu)	0,00	0,03	0,05	0,06	0,06
Käyttökate	5,9	15,4	20,3	23,7	27,1	EPS (oikaistu)	0,00	0,03	0,05	0,06	0,06
Liikevoitto	5,3	14,4	18,6	21,2	24,3	Operat. kassavirta / osake	0,04	0,02	0,05	0,06	0,07
Voitto ennen veroja	4,4	11,8	15,9	20,4	23,4	Vapaa kassavirta / osake	0,01	0,01	0,02	0,04	0,05
Nettovoitto	-0,5	7,7	13,6	15,3	17,6	Omapääoma / osake	-0,05	0,01	0,07	0,13	0,19
Kertaluontoiset erät	-0,6	1,4	-0,7	0,0	0,0	Osinko / osake	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Tase	2018	2019	2020	2021e	2022e	Kasvu ja kannattavuus	2018	2019	2020	2021e	2022e
Taseen loppusumma	28,6	36,8	50,6	63,3	78,5	Liikevaihdon kasvu-%	-24 %	12 %	12 %	10 %	8 %
Oma pääoma	-6,5	3,6	19,9	35,4	53,0	Käyttökateen kasvu-%	-37 %	161 %	32 %	17 %	14 %
Liikearvo	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	Liikevoiton oik. kasvu-%	-40 %	120 %	48 %	10 %	15 %
Nettovelat	12,9	10,6	5,4	-4,5	-18,7	EPS oik. kasvu-%	-97 %	-3598 %	82 %	9 %	15 %
Kassavirta	2018	2019	2020	2021e	2022e	Käyttökate-%	14,1 %	32,8 %	38,4 %	41,0 %	43,3 %
Käyttökate	5,9	15,4	20,3	23,7	27,1	Oik. Liikevoitto-%	14,1 %	27,7 %	36,6 %	36,7 %	38,9 %
Nettokäyttöpääoman muutos	4,3	-6,6	-8,1	-3,5	-1,0	Liikevoitto-%	12,6 %	30,6 %	35,2 %	36,7 %	38,9 %
Operatiivinen kassavirta	5,1	3,9	12,9	15,4	20,0	ROE-%	7,7 %	-472,4 %	116,2 %	55,4 %	39,8 %
Investoinnit	0,0	-4,8	-3,6	-4,2	-4,5	ROI-%	46,9 %	102,3 %	73,1 %	52,6 %	44,3 %
Vapaa kassavirta	1,7	2,4	5,8	10,3	14,8	Omavaraisuusaste	-22,8 %	9,9 %	39,3 %	55,9 %	67,6 %
						Nettovelkaantumisaste	-197,8 %	292,2 %	27,1 %	-12,8 %	-35,2 %
Suurimmat omistajat			%-osakkeista			Arvostuskertoimet	2018	2019	2020	2021e	2022e
Fizroy Investments			26,2 %			EV/Liikevaihto	0,5	1,1	3,7	2,6	2,2
Luminos Sun Holding			22,6 %			EV/EBITDA (oik.)	3,3	3,4	9,7	6,3	5,0
Viking Acquisitions Corp			9,2 %			EV/EBIT (oik.)	3,3	4,1	10,2	7,0	5,5
Padma Ravichander			5,0 %			P/E (oik.)	neg.	6,0	13,6	10,0	8,7
Tecnotree Oyj			3,9 %			P/B	neg.	11,7	9,7	4,3	2,9
Hammaren & Co Oy Ab			3,1 %			Osinkotuotto-%	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %

Lähde: Inderes

Vastuuvapauslauseke ja suositushistoria

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Suositushistoria (>12 kk)

Pvm	Suositus	Tavoite	Osakekurssi
30.3.2021	Osta	0,68 €	0,56 €

Inderesin tehtävä on yhdistää pörssiyritykset ja sijoittajat. Tuotamme laadukasta analyysiä ja sisältöjä laajan sijoittajayhteisömme tarpeisiin.

Me Inderesillä uskomme, että avoin tieto on jokaisen sijoittajan perusoikeus. Takaamme sijoittajille pääsyn palkitun analyysin, näkemyksellisten videosisältöjen ja aktiivisen sijoittajayhteisön pariin.

Pörssiyrityksille varmistamme, että yhtiöstä on jatkuvasti sijoittajien ja omistajien saatavilla laadukasta tietoa päätöksentekoon, ja että sijoittajilta kerätty tieto on yhtiöiden hyödynnettävissä.

Jo yli 100 suomalaista pörssiyritystä haluaa palvella omistajiaan ja sijoittajia kauttamme hyödyntämällä tarjoamiamme yhtiöseurantapalveluita, datapohjaisia sijoittajaviestinnän palveluita, sisältötuotantoa ja konsultointia.

Inderes Oy

Itämerentori 2
00180 Helsinki
+358 10 219 4690

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



STARMINE
ANALYST AWARDS
FROM REFINITIV



THOMSON REUTERS
ANALYST AWARDS



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



Mikael Rautanen
2014, 2016, 2017, 2019



Sauli Vilén
2012, 2016, 2018, 2019, 2020



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



Petri Kajaani
2017, 2019, 2020



Joni Grönqvist
2019, 2020



Erkki Vesola
2018, 2020



Petri Gostowski
2020



Atte Riikola
2020



Olli Koponen
2020

**Analyysi kuuluu
kaikille.**